



**HAL**  
open science

# Performance financière et choix d'actifs responsables : une analyse du marché américain

Julien Lachuer

► **To cite this version:**

Julien Lachuer. Performance financière et choix d'actifs responsables : une analyse du marché américain. Gestion et management. Université de Rennes, 2017. Français. NNT : 2017REN1G021 . tel-01723519

**HAL Id: tel-01723519**

**<https://theses.hal.science/tel-01723519v1>**

Submitted on 5 Mar 2018

**HAL** is a multi-disciplinary open access archive for the deposit and dissemination of scientific research documents, whether they are published or not. The documents may come from teaching and research institutions in France or abroad, or from public or private research centers.

L'archive ouverte pluridisciplinaire **HAL**, est destinée au dépôt et à la diffusion de documents scientifiques de niveau recherche, publiés ou non, émanant des établissements d'enseignement et de recherche français ou étrangers, des laboratoires publics ou privés.

**THÈSE / UNIVERSITÉ DE RENNES 1**  
*sous le sceau de l'Université Bretagne Loire*

pour le grade de

**DOCTEUR DE L'UNIVERSITÉ DE RENNES 1**

*Mention : Science de gestion*

**École doctorale sciences Économiques et sciences De Gestion**

**(EDGE)**

présentée par

**Julien Lachuer**

Préparée au CREM UMR 6211 Rennes 1  
(Centre de Recherche en Économie et Management)  
À l'Institut de Gestion de Rennes (IGR-IAE)

---

**Performance  
financière et choix  
d'actifs  
responsables : une  
analyse du marché  
américain.**

**Thèse soutenue à Rennes  
le 30 novembre 2017**

devant le jury composé de :

**Bouchra M'ZALI**

Professeur des universités, Université de Québec À  
Montréal, Canada / *rapporteur*

**Hélène RAINELLI**

Professeur des universités, Université de  
Strasbourg / *rapporteur*

**Franck MORAUX**

Professeur des universités, Université de Rennes 1  
/ *examineur*

**Khalid ELBADRAOUI**

Professeur HDR, Université Ibn Zohr, Maroc /  
*examineur*

**Jean-Jacques LILTI**

Professeur des universités, Université de Rennes 1  
/ *directeur de thèse*



## *Remerciements*

Je tiens à remercier particulièrement mon directeur Jean-Jacques Lilti qui a su me faire confiance. Il m'a permis de développer ma pensée et de m'épanouir dans ce travail. Son soutien m'a fait grandement avancer dans ma vie professionnelle. J'ai également apprécié sa sympathie et nos échanges amicaux.

J'ai une pensée particulière pour mes deux collègues de travail et amis dans ces deux dernières années de thèse, Killian Mousset et Jonathan Bresson. Notre soutien mutuel indispensable a participé au plaisir que j'ai éprouvé à finaliser ce travail. Merci à Anne-sophie Gaborel qui fut une super collègue de travail et maintenant une bonne amie. Merci à Binette pour sa contribution scientifique remarquable et Laura pour l'ouverture sur la suite de ces travaux.

Je tiens à remercier l'ensemble des enseignants-chercheurs de l'IGR où j'ai passé la plus grande partie de mes études, Franck Moraux, Jean-Laurent Viviani, Florence André-Le Pogamp, Jessica Fouilloux, Michel Magnan et bien d'autres. Les nombreux échanges avec chacun d'entre eux m'ont permis d'avancer dans mes réflexions. Je remercie particulièrement Laurent Bironneau qui a su transmettre ses valeurs et son enthousiasme au sein de l'IGR, ce qui en fait une très grande école à mes yeux. Je remercie également Bouchra M'Zali qui m'a donné l'envie de travailler sur cette problématique de recherche lors de son intervention en master.

Merci à mes amis qui m'ont soutenu tout au long de ce travail. Au trio de la muerte, Clément et Hasselhoff, Spar ! Shhhhh. À Loulou qui croit encore que je fais de la comptabilité. Kristell et Marlène qui subissent mes excès de motivations. À mes deux meilleurs amis d'enfance Gaël et Benoît. Sans oublier mes Claudettes : Julie, Justine, Charlène et Véro. Petite pensée au quinto de la vida.

Merci à mes parents qui m'ont toujours donné les moyens d'avancer dans ma vie professionnelle et personnelle, sans jamais douter de moi. Je ne peux oublier mes deux incroyables grandes sœurs qui m'ont toujours montré la voie et prouvé que tout était possible lorsqu'on s'en donne les moyens. Enfin, merci à toute ma famille dont Émile et Lucienne.

## Résumé

Cette thèse précise dans quelles mesures la performance responsable peut contribuer à l'amélioration de la performance financière pour un investisseur. En s'appuyant sur une base de données de 1992 à 2012 et un état de l'art de la notation responsable KLD, nous montrons que la Responsabilité Sociale de l'Entreprise (RSE) ne constitue pas invariablement un facteur de performance pour un portefeuille d'actions. Elle se révèle être un coût à consentir par les investisseurs soucieux de leur niveau d'éthique, du moins dans sa version proactive. Selon le secteur observé, la réduction des actes d'irresponsabilité peut néanmoins améliorer la performance financière. Nos développements mettent en évidence l'importance d'un choix préalable des actifs du portefeuille. En effet, les stratégies RSE améliorent la performance financière en fonction des caractéristiques qui limitent les comportements opportunistes des managers. Notre analyse multicritères révèle que les dépenses de responsabilités sont le fruit des excès de trésorerie. Le coût moyen pondéré de la dette déterminera l'efficacité de ces stratégies sur la rentabilité de l'entreprise. Enfin, nous mettons en exergue des dissemblances de langage dans les discours issues des rapports de responsabilité, selon le niveau d'éthique et de performance financière. Ces champs lexicaux renseignent l'investisseur sur les intentions des managers, afin de mieux sélectionner les actifs.

*Mots-clés : performance financière, responsabilité sociale de l'entreprise (RSE), performance sociale, performance environnementale, éthique d'entreprise, mesure de performance responsable, KLD, théorie des parties prenantes, facteur responsable, sélection d'actifs, analyse multicritères, analyse de discours.*

## ABSTRACT

This thesis explains and clarifies the ways in which responsible performance can increase financial performance for investors. Based on data gathered between 1992 and 2012 and a state-of-the-art KLD scoring system, we demonstrate that Corporate Social Responsibility (CSR) does not consistently increase the performance of a share portfolio. CSR, when proactively implemented, proves to be a cost granted by investors concerned about their ethical models. Depending on the sector observed, restrictions on irresponsible acts can however improve financial performance. Our research highlights the importance of selecting portfolio assets beforehand. We found that CSR strategies improve financial performance provided that some criteria which restrict managerial opportunism. Our multi-criteria analysis revealed that the expenditure of responsibility is a result of excess cash flow. The weighted average cost of the debt will determine the effectiveness of these strategies on the company's profitability. Finally, we highlight discrepancies in Corporate Social Responsibility reports, according to the ethical level and financial performance of each company. These lexical fields inform the investor of managers' intentions and hence, allow a better selection of the assets.

*Key words: financial performance, corporate social responsibility (CSR), corporate social performance (csp), business ethics, social performance measures, KLD, stakeholder theory, responsible factors, assets selection, multi-criteria analysis, discourse analysis.*

# Sommaire

<b>Introduction.....</b>	<b>9</b>
<b>Chapitre 1 : De l'émergence à la mesure de la RSE en science financière .....</b>	<b>14</b>
<b>I. Du marché à la théorie des parties prenantes .....</b>	<b>15</b>
A. Le marché et ses limites .....	15
B. Les transformations sociétales.....	28
C. La place des parties prenantes .....	39
<b>II. La RSE au sein de la science financière .....</b>	<b>58</b>
A. Le <i>mainstream</i> financier .....	58
B. Les théories positives de la RSE.....	61
<b>III. Traitement de la notation responsable en finance .....</b>	<b>67</b>
A. Les approches de la RSE .....	67
B. État de l'art de la note responsable.....	89
C. Implémentation de la note responsable .....	104
<b>IV. Conclusion .....</b>	<b>110</b>
<b>Chapitre 2 : L'impact de la responsabilité sur la performance financière d'un portefeuille .....</b>	<b>112</b>
<b>I. État de l'art .....</b>	<b>114</b>
A. Des résultats antagonistes .....	115
B. Synthèse et limites de la recherche.....	119
<b>II. Hypothèses.....</b>	<b>121</b>
A. La RSE, un nouvel ancrage de rationalité.....	122
B. Les effets de la RSE sur la rentabilité d'un portefeuille d'actions.....	125
C. L'importance de la médiatisation .....	128
D. L'impact sectoriel .....	129
<b>III. Méthodologie.....</b>	<b>130</b>

A.	Le modèle Fama-French-responsable .....	130
B.	Implémentation du modèle .....	136
<b>IV.</b>	<b>Résultats.....</b>	<b>143</b>
A.	La RSE, un facteur de rationalité restreint .....	143
B.	Les stratégies responsables, un coût pour l'actionnariat .....	161
C.	Les fortes disparités périodiques .....	174
D.	La différenciation sectorielle .....	179
<b>V.</b>	<b>Conclusion .....</b>	<b>194</b>
	<b>Chapitre 3 : Les caractéristiques des firmes responsables et performantes .....</b>	<b>197</b>
<b>I.</b>	<b>État de l'art .....</b>	<b>200</b>
A.	Les théories des organisations .....	200
B.	État de l'art financier .....	211
<b>II.</b>	<b>Hypothèses.....</b>	<b>215</b>
A.	L'amélioration de la performance financière.....	215
B.	Les spécificités des entreprises.....	216
<b>III.</b>	<b>Méthodologie .....</b>	<b>217</b>
A.	L'analyse en composante principale sur des variables .....	217
B.	Base de données.....	220
<b>IV.</b>	<b>Résultats.....</b>	<b>223</b>
A.	L'effet taille sur la responsabilité .....	226
B.	Les actions responsables, conséquence des excès de <i>cash-flows</i> .....	233
C.	Les actions irresponsables au regard du niveau de revenu et de la rentabilité ....	249
D.	Les effets de la responsabilité sur le risque et sur le coût d'endettement.....	254
E.	L'analyse multicritère par secteur .....	257
<b>V.</b>	<b>Conclusion .....</b>	<b>272</b>
	<b>Chapitre 4 : L'analyse du discours responsable.....</b>	<b>274</b>
<b>I.</b>	<b>État de l'art .....</b>	<b>276</b>

A. La GRI, définition et enjeux .....	276
B. Le discours et ses enjeux.....	282
C. Les paradoxes de la GRI.....	286
<b>II. Hypothèses.....</b>	<b>289</b>
<b>III. Méthodologie .....</b>	<b>290</b>
<b>IV. Résultats.....</b>	<b>293</b>
A. Le discours du dirigeant.....	294
B. Le rapport responsable .....	303
C. L'analyse par secteur.....	310
<b>V. Conclusion .....</b>	<b>325</b>
<b>Conclusion générale.....</b>	<b>326</b>
<b>Bibliographie .....</b>	<b>330</b>
<b>Tables .....</b>	<b>344</b>
<b>Liste des abréviations, sigles et acronymes .....</b>	<b>352</b>
<b>Annexes .....</b>	<b>354</b>

# Introduction

Ce travail de thèse débute l'année de la remise du prix Nobel d'économie à Eugène Fama, Lars Peter Hansen et Robert Shiller. Ces trois économistes défendent des visions opposées quant aux caractéristiques du marché. Issus de l'École néolibérale, Fama et Hansen soutiennent la théorie de la rationalité des agents et de l'efficacité des marchés. A contrario, Shiller a mis en exergue les déficiences préexistantes au marché et repense la question de la rationalité dans ses travaux en finance comportementale. Nos questionnements relatifs à la responsabilité sociale, environnementale et sociétale (RSE) s'intègrent comme une possibilité pour un investisseur de combler les déficiences du marché au travers d'une approche qualitative. La RSE se définissant comme la prise en considération du risque subi par les « créanciers résiduels » assimilables aux « parties prenantes ». Cette démarche reste une initiative personnelle des firmes dont l'objectif est de favoriser la performance financière de long terme des investisseurs.

Cette thèse s'achève quelques mois après l'élection de Donald Trump en tant que 45<sup>e</sup> président des États-Unis d'Amérique. Le retrait des États-Unis de l'accord de Paris sur le climat<sup>1</sup> manifeste une volonté de reléguer les questions de responsabilité au second plan. La nature internationale et libérale de la RSE est alors remise en cause par ce type de politiques plus souverainistes. Malgré cette éviction, de nombreuses firmes américaines désapprouvent ce choix et souhaitent poursuivre leurs démarches responsables, à l'image du mouvement « *we are still in* »<sup>2</sup>, composé de plus de 900 entreprises dont Amazon, Apple, Google, Nike, Microsoft, Tesla, etc. En outre, le 31 mai 2017, les actionnaires du groupe pétrolier Exxon ont voté en faveur d'une stratégie d'entreprise compatible avec les objectifs de l'accord de Paris<sup>3</sup>. La contestation de l'autorité souveraine de l'État met en avant toute l'importance des questions de responsabilité. Les zones géographiques ne déterminent plus les caractéristiques des firmes. « *Dans l'opinion publique et dans de nombreuses études, le rôle de contre-pouvoir n'échoit pas aux États, mais à la société civile mondiale et à ses multiples acteurs* »

---

<sup>1</sup> <http://www.novethic.fr/empreinte-terre/climat/isr-rse/accord-de-paris-le-secteur-prive-americain-continuera-le-combat-pour-le-climat-contre-donald-trump-144489.html>

<sup>2</sup> <http://wearestillin.com>

<sup>3</sup> <http://www.novethic.fr/empreinte-terre/climat/isr-rse/les-actionnaires-d-exxon-defient-trump-et-votent-pour-le-climat-144484.html>

(Beck, 2003, p.33)<sup>4</sup>. L'investisseur se doit d'obtenir des informations extra-financières susceptibles de le guider sur la nature de ses investissements.

L'intérêt des milieux financiers vis-à-vis de la RSE est bien réel. À la fin de l'année 2015, plus d'un dollar sur cinq sous gestion professionnelle était investi en accord avec une stratégie responsable<sup>5</sup>. Le montant des actifs dont les gestionnaires de portefeuilles appliquent des critères éthiques a presque doublé entre 2014 et 2016, passant de 4,8 billions de dollars à 8,1 billions de dollars. L'investissement auprès des communautés s'est également amplifié, de 4 milliards de dollars en 1995, il était égal à plus de 121 milliards de dollars en 2016.

Ce développement n'est pas anodin, il révèle les attentes positives des agents à l'égard des pratiques responsables. Une telle stratégie permettrait de limiter les conflits internes à l'entreprise, d'améliorer les transferts de compétences, d'assurer la bonne continuité de l'activité en période de stress économique, d'entretenir de bonnes relations avec les communes limitrophes, de cultiver une image de marque positive, etc. En somme, les rapports entre les agents seraient enrichis et l'opinion des parties prenantes à l'encontre de l'entreprise et de son dirigeant serait améliorée. Mon expérience professionnelle, de plus de 15 ans dans une petite et moyenne entreprise (PME), m'a confirmé l'intérêt stratégique de la prise en compte des parties prenantes. Les démarches responsables semblent effectives lorsqu'elles sont associées à l'éthique personnelle du dirigeant. Celui-ci sera le plus souvent l'actionnaire majoritaire dans les PME. Ce double statut influence grandement les motivations humaines et économiques de l'entrepreneur responsable. Ce faisant, les considérations éthiques déterminent plus particulièrement les relations entre les agents et la bonne performance financière au sein des PME. Néanmoins, cette approche est-elle toujours performante lorsqu'elle est globalisée et mécanisée au sein des grands groupes ? L'incorporation du rouage de la responsabilité permet-il invariablement une amélioration des performances ? Comment apprécier la compétitivité de ces stratégies responsables lorsqu'elles ne sont plus effectuées par le chef d'entreprise ; également détenteur du capital ; mais par les managers nommés par les actionnaires ?

Ainsi, l'investisseur peut-il raisonnablement considérer qu'un bon niveau de responsabilité soit pourvoyeur d'une amélioration de la performance financière ? Ce lien, qui semble logiquement positif lorsqu'il concerne des relations directes entre les agents, l'est-il

---

<sup>4</sup> Beck, U. (2003) « *Pouvoir et Contre-Pouvoir à l'Ère de la Mondialisation* » (Traduit par A. Duthoo). Paris : Aubier. p.33.

<sup>5</sup> <http://www.ussif.org/sribasics>

encore lorsque ces agents ont des relations indirectes ? Quand bien même un investisseur développe une rationalité d'investissement éthique, il cherchera à obtenir un portefeuille répondant à la maximisation de sa rentabilité sous contrainte de la performance responsable. Le niveau de responsabilité sera une préférence souhaitée si elle n'annihile pas la rentabilité du portefeuille. L'approche financière de la responsabilité ne doit pas perdre l'horizon de la performance financière du portefeuille responsable. L'agent étant un investisseur et non un philanthrope, il convient alors de donner des clefs de compréhension à la fois théoriques et pratiques aux investisseurs, maximisant la performance de leur portefeuille conjointement au respect de leur éthique personnelle.

La littérature actuelle n'a pas abouti à un consensus quant aux caractéristiques de la relation entre performance responsable et performance financière. Selon les résultats des recherches scientifiques, ce lien apparaît positif, significatif et faible ou se révèle nul voire négatif. Dans ce dernier cas, la responsabilité se conçoit comme un coût à consentir pour les investisseurs soucieux de leur éthique. Il reste nécessaire d'approfondir la recherche dans ce domaine. Nos développements chercheront à être novateurs par l'extension de l'univers observé et par l'élaboration de méthodologies innovantes en finance. Nous aborderons tout d'abord une approche hypothético-déductive, par l'implémentation d'hypothèses élaborées sur la base de l'état de l'art actuel. Nous préserverons une dose raisonnable d'induction, afin d'orienter les travaux vers les questionnements les plus intéressants tout en s'éloignant des recherches déjà réalisées. Cette double approche a également une finalité praxéologique, cette thèse cherchant à donner des clefs d'investissement en direction des milieux professionnels. L'apport important de théories financières et économiques permet d'appréhender la complexité de la responsabilité sociale, environnementale et sociétale. Ces théories constitueront une épistémologie solide à l'analyse de nos résultats. Nos implémentations nous permettront de caractériser la relation entre le niveau de responsabilité et la performance financière. Nous montrerons en quoi **la RSE peut être un facteur de performance financière sous couvert d'un choix préalable d'actifs.**

Afin de répondre à cette question centrale, nous décomposerons nos travaux en quatre chapitres. Le premier a pour but d'ancrer le concept de la RSE au sein de la théorie économique et financière. Il est indispensable d'approcher l'univers conceptuel de la RSE pour ne pas la considérer comme un simple effet de mode. Nous définirons l'apparition, l'intégration et les bornes de la notion de responsabilité dans la théorie financière. L'intérêt majeur de ce chapitre repose sur la définition d'un moyen de mesure le plus en phase avec la

définition retenue de la RSE. Sur la base d'un état de l'art de la notation responsable, nous déterminerons une méthodologie de notation claire et réutilisable par les chercheurs et les praticiens. Cette étape est indispensable car elle détermine les résultats des analyses.

Les trois chapitres suivants proposent de répondre à notre problématique par l'utilisation de trois méthodologies distinctes. Chacune sera ponctuée d'un apport théorique permettant une meilleure interprétation des résultats.

Le chapitre II a pour but d'intégrer des considérations responsables dans un modèle d'évaluation par arbitrage (APT) des actifs financiers. Nous analyserons dans quelles mesures l'utilisation d'un facteur de responsabilité au sein d'une stratégie de portefeuille peut vraisemblablement permettre un apport de rationalité, et ainsi éviter des pertes de valeurs liées aux dysfonctionnements du marché. Nous déterminerons si cette stratégie se concrétise en un gain ou un coût pour l'investisseur. Nous apporterons des réponses quant aux incidences d'un tel facteur relativement aux secteurs d'activités et à la nature proactive ou non de la démarche responsable. Cette recherche s'inscrit au sein d'un état de l'art financier conséquent. Elle est innovante par le nombre d'observations obtenues sur une période d'analyse relativement importante (1992-2012). Enfin, nous formulerons des considérations relatives à de possibles problèmes d'agence liés à l'incorporation de stratégies éthiques dans l'entreprise.

Notre chapitre III propose une approche multifactorielle. Celle-ci nous permet d'analyser les caractéristiques des firmes responsables et irresponsables. Nous définirons dans quelle mesure la RSE peut être une source de performance financière. Ce chapitre, empreint des questions relatives aux théories des organisations, nous permettra de révéler les problèmes des stratégies d'enracinement des dirigeants. Nous constituerons des suggestions permettant de sélectionner les firmes susceptibles d'être responsables et performantes financièrement, en fonction de caractéristiques spécifiques aux entreprises.

Notre dernier chapitre analyse le discours présent dans les rapports de responsabilité des firmes. Ces rapports diffusés gratuitement suivent les règles de divulgation prévue par la *Global Reporting Initiative* (GRI). Le choix des sujets mis en avant et des prérogatives de la firme est le reflet de ses considérations à l'égard de la RSE. Nous mettrons en exergue le champ lexical des discours dispensés par les firmes les plus responsables et les firmes les moins responsables. Nous suggérerons des profils de discours susceptibles de relater un fort niveau de responsabilité associé à un fort niveau de performance financière. Ce chapitre

donne les clefs de lecture des rapports responsables aux investisseurs. Nous pourrons alors identifier, par leur discours, les firmes s'inscrivant dans une réelle démarche responsable et possiblement les plus performantes financièrement.

# Chapitre 1 : De l'émergence à la mesure de la RSE en science financière

La Responsabilité Sociale, Environnementale et Sociétale suscite un engouement important au sein de la recherche en science de gestion. Elle est souvent considérée comme une problématique nouvelle. Certains pourront alors parler d'un effet de mode tandis que d'autres défendront une simple redéfinition d'un phénomène ancien. L'enjeu ici est de déterminer si cette pratique inédite ou ancienne est théoriquement susceptible d'accroître la performance financière des investisseurs. Pour ce faire, il est nécessaire d'établir un socle théorique susceptible de réfuter ou de consentir à une telle pratique. Celui-ci sera volontairement étendu afin de prendre la mesure et l'importance des pratiques responsables. Nous y questionnerons les origines de ce phénomène, les raisons de son développement ainsi que le spectre de la notion de RSE. Nous pourrons alors justifier l'intérêt et la légitimité des pratiques responsables au sein de la science financière. Par la suite, nous affinerons les considérations théoriques à la seule science financière et de gestion. Nous mettrons en avant les courants hostiles et favorables à la mise en place de telles pratiques. Enfin, nous définirons une base méthodologique relative à la mesure de la responsabilité. Pour ce faire, nous réaliserons un état de l'art des pratiques déjà réalisées auprès de la base de données Kinder, Lydenberg, Domini (KLD). Ainsi, ce chapitre a pour objectif de poser les bases théoriques et méthodologiques essentielles à l'ensemble de nos travaux. Il est en effet indispensable pour l'analyse de nos résultats de comprendre les tenants et les aboutissants d'une démarche responsable établie par les entreprises et les investisseurs.

## I. Du marché à la théorie des parties prenantes

Les problématiques relatives à la responsabilité des entreprises ne sont pas nouvelles. Elles font l'objet de courants idéologiques et théoriques distincts prenant leurs origines auprès des premières théories économiques connues. L'objet de cette partie est de recentrer notre problématique générale au sein d'un courant épistémologique nécessaire à la mise en perspective de la RSE. Il convient d'aborder la place de la responsabilité et les raisons de son questionnement au sein des marchés classiques et néoclassiques. D'autant plus que la prépondérance des questions éthiques est le reflet d'une nouvelle donne mondiale. À terme, les parties prenantes deviennent déterminantes dans l'activité des firmes.

### A. Le marché et ses limites

Il est dans un premier temps nécessaire de déterminer l'importance des données extra financières constitutives de la rationalité économique et financière des agents. Après avoir défini les bornes de celles-ci, nous rappellerons la place prépondérante du marché dans la théorie économique traditionnelle. Les limites aux modèles conventionnels suscitent cependant une possible importance des informations responsables pour les agents.

#### 1. L'Homo œconomicus et l'efficience des marchés

##### *a) L'avènement de l'Homo œconomicus*

La science financière s'est essentiellement construite sur la base d'un certain nombre de préceptes issus des sciences économiques. Dans cette dernière, la question de l'Homme au sein du monde économique est centrale, notamment en ce qui concerne sa place et son rôle dans l'économie. En effet, les hypothèses et les considérations quant à la nature humaine impactent insidieusement la stratégie et les intentions des agents économiques. Une grande partie des considérations concernant la nature humaine, développées au XIX<sup>e</sup> et XX<sup>e</sup> siècles, restent d'actualité dans les modèles économétriques actuels. Celles-ci ont une influence non négligeable sur la popularité des politiques économiques, de même que sur la gestion de la sphère financière.

La question de la rationalité n'est pas exempte d'implications réelles dans l'économie des pays. Elle peut également évoluer en fonction des affinités théoriques de l'époque. Adam Smith, père fondateur de l'économie moderne, a rendu célèbre de nombreux préceptes fondamentaux de l'économie moderne. Ses travaux sont à l'origine de la conceptualisation libérale de l'économie, conception reprise au sein des marchés financiers actuels. Ses recherches concernant l'intérêt général sont le socle des théories classiques et néoclassiques. Elles aboutissent à la métaphore de la *main invisible*. L'intérêt particulier est précieux dans le marché d'Adam Smith ; au travers du mécanisme de la main invisible, l'individu assure un bienfait à la société par la recherche de son intérêt personnel. L'Homme est bon grâce à son action sur l'économie. Cette simple et judicieuse représentation des bienfaits de l'activité économique des Hommes a permis de définir les attentes et les buts des agents économiques au sein du marché tout en écartant les considérations psychosociologiques.

La complexité du genre humain pose problème dans les modèles économiques. La nécessité de la simplification, inhérente aux modèles macroéconomiques, force à déterminer un genre humain aux caractéristiques bien simplistes au regard de la complexité des Hommes. L'agent « humain » codifié sert le modèle économique, à l'instar d'une constante immuable. Cette simplification des attentes humaines est reconnue des économistes classiques comme réductrice. Néanmoins, l'essence des modèles ne se résume pas à l'individu mais à son ensemble, l'intérêt général. Ce dernier est guidé par un marché amoral qui limitera les disparités entre les individus. Dirigé par « la main invisible », le marché remplira les tâches qui lui incombent. Ses résultats seront justes et optimaux. La question de l'éthique est résolue. Il ne revient qu'aux économistes de définir les modèles mathématiques. L'Homme devient rationnel au sens du marché de par l'intérêt qu'il en obtiendra. Le marché est bienfaisant et animé par une « morale intérieure », au bénéfice de la société.

L'imprévisibilité humaine est soumise à sa rationalité économique régie par le marché. Son chemin est tracé car toute dérive serait pénalisante pour lui et la société. L'Homme est considéré comme une constante dans les modèles économiques et financiers ou du moins il n'impactera pas les modèles créés. Les théories néolibérales rejoignent le paradigme physiocrate du milieu du XVIII<sup>e</sup>. Ceux-ci considéraient l'évolution économique allant de pair avec les lois naturelles. L'économie se mue en science pure et immuable. Il devient épineux de remettre en cause les théories issues d'une évolution naturelle et spontanée. La rationalité se définit alors comme la recherche d'un gain personnel. L'agent maximise ses gains en fonction des courbes d'indifférence qui se présentent à lui. Les choix individuels se

restreignent à de simples fonctions d'utilité pouvant être maximisées. Cette théorie est toujours d'actualité dans les modèles économiques libéraux et représente le courant marginaliste de Bernoulli, Walras, et Menger. Les principes maîtres de l'économie devinrent chez les classiques et néoclassiques l'égoïsme et l'hédonisme. Si Adam Smith a fait le pari de croire à la puissance du marché, afin que l'intérêt particulier se fasse au profit de l'intérêt général, les néoclassiques vont plus loin. Le paradigme de la rationalité de l'Homme est poussé à son extrême par la création d'un Homme nouveau, l'Homo œconomicus. Ce dernier est régi par deux principes, la complétude et la transitivité. La complétude indique la possibilité pour les agents d'établir une préférence ou une indifférence dans un choix entre deux propositions (il préfère A à B ou B à A ou il est indifférent). La transitivité quant à elle est la faculté de hiérarchiser ses préférences (s'il préfère A à B, et B à C alors il préfère A à C). Cette approche indique la possibilité pour les agents de faire un choix quelle que soit la situation. Il est alors accommodant d'incorporer un tel caractère Humain dans des modèles mathématiques.

L'avènement de l'Homo œconomicus a révolutionné l'appréhension de l'économie et la prise en compte de ses acteurs. L'apport de la rationalité dans la sphère économique a constitué et constitue encore aujourd'hui une constante indispensable pour les modèles développés. Assurément, l'Homo œconomicus n'est pas une représentation précise de l'humain mais une architecture fictive de son comportement au sein d'une structure, un schéma de dilemme. L'approche n'a rien à voir avec de l'anthropologie ou de la science comportementale. La théorie économique s'articule autour de la problématique du dilemme décrite dans les travaux sur la théorie des jeux de Nash<sup>6</sup> par exemple. Ce caractère de l'homme nouveau est érigé en loi naturelle, comme une évolution darwinienne. La volonté est d'intégrer l'Homme au sein du marché et non d'incorporer le marché au sein des relations sociales. Les théories néoclassiques cherchent également à étoffer la rationalité des agents au moyen de théories inspirées des fondamentaux classiques, à l'image de la théorie de l'imputation, de la théorie des coûts d'opportunités ou encore celle de la réputation. Cependant cet ensemble tend, sous couvert d'une rationalité proche de celle de l'Homo œconomicus, à expliquer des choix dans un cadre simplement égoïste par la recherche de maximisation de l'utilité.

---

<sup>6</sup> Nash, J. (2016). « *The Essential John Nash* ». Princeton : Princeton University Press.

## *b) Le marché comme lieu d'efficience*

Le marché est une notion scientifique très large. Il se définit comme un lieu d'échange, physique ou immatériel, de biens et de services. La confrontation de l'offre et de la demande détermine la rareté, le prix et la quantité ou disponibilité. Cependant, l'importance et l'appréciation des mécanismes qui le régissent varient fortement selon les courants de pensées économiques. La prédominance du modèle néoclassique dans l'élaboration du paradigme économique de nos sociétés modernes depuis le début du XIX<sup>e</sup> a établi des hypothèses fortes quant à l'approche stratégique et politique des agents. Les hypothèses libérales d'économistes classiques (Smith ; Ricardo), du courant marginaliste néoclassique (Walras, Merger, Jevons), et de l'École autrichienne (Mayer, Hayek, Rothbard), ont érigé le marché comme seule institution capable de parvenir à l'efficience économique. Le marché libéral suit les préceptes néoclassiques fondés sur quatre postulats. Tout d'abord, l'économie peut être abordée par des méthodes similaires aux sciences naturelles. L'approche par le biais de modèles économétriques, statistiques, biologiques, ou encore physiques a défini la manière d'appréhender le marché. Les travaux de Bachelier (1900) relatif à l'analyse la volatilité du prix des actifs financiers au travers des mouvements Brownien est un exemple particulièrement probant de la retranscription des thèses libérales dans la science financière.

Les trois postulats suivants font écho aux caractéristiques spécifiques des agents rationnels. Ils peuvent être identifiés et quantifiés suivant leurs rationalités. Ainsi, il est possible de discerner les fonctions d'utilité, les courbes d'indifférence et les préférences de chacun. Enfin, les agents agissent indépendamment les uns des autres, sur la base d'une information complète et pertinente. Ce dernier postulat est essentiel dans les considérations des marchés financiers et sur le processus décisionnel des investisseurs. Le modèle marginaliste considère le marché comme un lieu où l'ensemble de l'offre et de la demande est concentré auprès d'un commissaire-priseur affichant les prix. Le marché est parfait et permet de fournir l'information utile et nécessaire à l'ensemble des agents. Cette vision se rapproche fortement du système des marchés financiers. Cependant, le marché parfait se réfère à une situation d'équilibre général de concurrence pure et parfaite où la totalité de la population active serait occupée et l'ensemble des capitaux employés. L'optimalité du marché parfait néoclassique est décriée par les théories de l'École autrichienne et keynésienne. En effet, ce marché parfait est à l'équilibre uniquement en présence d'une concurrence pure et parfaite. Cette dernière est déterminée par un ensemble de cinq règles de concurrence :

- l'atomicité ;
- l'homogénéité ;
- la libre entrée et sortie sur le marché ;
- la libre mobilité des facteurs de production ;
- la transparence.

L'atomicité se définit par la présence d'un nombre suffisant d'acteurs économiques sur le marché. L'absence de monopole ou d'oligopole ainsi qu'une taille réduite des acteurs permet d'éviter l'influence d'un seul agent sur le prix. Cela s'applique également sur le marché du travail où nul groupe de travailleurs n'a la possibilité de modifier les conditions du marché (quantité – salaires). Dans ce cas, il ne peut exister de groupe de pression et de syndicats. Cela explique pourquoi la question des parties prenantes ne fut traitée que tardivement dans l'économie. Le principe d'homogénéité estime que les biens vendus par les firmes d'un secteur sont identiques, donc homogènes et parfaitement substituables. Il est alors impossible de valoriser les attraits spécifiques d'un produit responsable. D'autre part, le marché doit offrir une libre entrée et sortie des offreurs et demandeurs. L'arrivée de nouveaux entrants ne peut être stoppée par les firmes déjà présentes dans l'industrie. Les nouveaux agents ne sont pas désavantagés face aux entreprises du secteur. Les facteurs de production doivent pouvoir circuler librement sur le marché. Le facteur travail et les capitaux évoluent en fonction des besoins du marché, et ce sans délai ni coûts. Enfin, la transparence de l'information est essentielle car tous les participants au marché ont accès à une information immédiate et gratuite.

Ainsi, ce marché libéral est marqué des principes de rationalité, d'information complète et disponible. La fixation des prix et la notion de valeur sont fortement liées aux préceptes libéraux. Cette vision néoclassique a très largement influencé le marché financier actuel et ce depuis les premières mesures de libéralisation des marchés financiers lancées par Margaret Thatcher et Ronald Reagan suite aux chocs pétroliers de 1973 et 1979. En effet, les théories financières font écho aux thèses néolibérales d'information parfaite, d'agent rationnel et de l'application des méthodes scientifiques assimilables aux sciences dures. Fama (1970)<sup>7</sup> décrit l'origine de l'efficience des marchés aux premières théories de Bachelier (1900)<sup>8</sup>. L'approche de ce dernier est mathématique et physique, ce qui parfait la comparaison

---

<sup>7</sup> Fama, E. F. (1970). « Efficient Capital Markets : A Review of Theory and Empirical Work. » *The Journal of Finance*, 25(2), p.389.

<sup>8</sup> Bachelier, L. (1900). « *Théorie de la Spéculation* » (Thèse de doctorat). Université de Paris.

néoclassique des marchés comme relatant de la science physique. L'approche du marché par les mouvements Brownien de Bachelier légitime la conceptualisation d'un marché naturel, amoral et parfait. Ce marché est efficient si le prix des titres suit un mouvement aléatoire (Brownien), rendant sa marche imprévisible. La théorie des marchés « efficients » prétend que les actifs présents sur le marché sont le reflet de l'information disponible à chaque instant. Les marchés sont « efficients » si le prix des titres correspond à leur valeur « fondamentale » ou « intrinsèque ». En effet, tous les prix des actifs reflètent avec précision l'information disponible à chaque instant. Néanmoins, trois types d'efficiences sont possibles : forte, semi-forte, faible.

La forme forte du marché semble difficilement réalisable car il est impossible d'agréger en un même point la totalité de l'information dont disposent l'ensemble des agents. De ce fait, la capacité du marché à calculer la valeur fondamentale des actifs est controversée. Néanmoins, malgré ces considérations, une faible minorité d'investisseurs ressentent le besoin de s'aventurer dans une recherche approfondie de la valeur de long terme du marché. Il est en effet difficile de se fier totalement à la valeur affichée par celui-ci. D'autre part, face à la question de l'éthique et de la responsabilité, le marché néoclassique et libéral porte à une double interprétation. L'omniscience des agents et la transparence de l'information suggéreraient que la responsabilité soit incorporée dans le prix. Cependant, le caractère amoral et les réalités économiques et sociales tendent à penser le contraire. Le libéralisme marginaliste limite les relations humaines à des rapports de maximisation. La société fait partie du marché, les considérations sociales et éthiques le sont également.

## 2. Les limites du marché

### a) *La Rationalité limitée*

La question de la rationalité sous ses diverses formes est un débat tenace. La première critique a été mise en avant par Menger (1871)<sup>9</sup>, fondateur de l'École autrichienne. L'homogénéité des besoins liés à l'existence de l'Homo œconomicus va à l'encontre de la volonté de variété des agents. En effet, c'est l'envie de dissemblance des biens qui pousse les

---

<sup>9</sup> Menger. C. (1871). « *Principles of economics* » (adapté par P. G. Klein ; traduit par J. Dingwall & B. F. Hoselitz). Auburn, Alabama : Ludwig Von Mises Institute. Rééd. 2007, p.142.

agents à s'engager dans un processus d'échange. Simon (1979)<sup>10</sup> réfute la notion et la dimension néolibérale de l'Homo œconomicus. Pour cet économiste, les agents sont incapables d'agréger la totalité l'information nécessaire à la prise de décision. Cette inhabilité est le résultat d'une collecte imparfaite et d'un degré d'incertitude qui limite la maximisation de leurs courbes d'utilité. En effet, les informations essentielles à la prise de décision sont disséminées entre tous les agents, sans possibilité de centralisation. Cette dernière affirmation reste valable aujourd'hui malgré une diffusion simple et rapide des données. Les crises des dernières décennies confirment la limitation des agents dans leurs calculs de maximisation. L'Homo œconomicus ne peut que difficilement obtenir une information complète, il prend ses décisions sans connaître l'étendue de ses avantages et de ses coûts. L'hypothèse d'information parfaite des théories classiques et néoclassiques n'est que très rarement vérifiable. Le terme de « *rationalité limitée* » est alors préféré par un grand nombre d'économistes issus des Écoles autrichiennes, institutionnalistes et keynésiennes. L'agent prend une décision en fonction des informations qu'il détient. La rationalité est limitée aux informations disponibles et le choix optimal est difficilement atteignable.

D'autre part, Veblen (Veblen (1898)<sup>11</sup>, Veblen (1899)<sup>12</sup>) économiste du courant institutionnaliste américain du début XX<sup>e</sup> remet en cause les principes de « *préconception de la normalité* ». L'évolution de notre société ne conduit pas inmanquablement à un équilibre stable prédéfini. Cette vision est contraire à l'approche néolibérale d'une transformation naturelle et darwinienne de la rationalité humaine. La société économique libérale est une conception idéologique et politique et non une loi universelle. L'auteur met en avant la nécessité d'établir une étude du comportement humain, de ses facteurs déterminants et de leurs évolutions. La science doit étudier l'évolution des institutions comme une « *habitude à penser* ». Nous ne devons pas modeler l'Homme par rapport au marché, mais définir le marché au travers de la réalité sociale en place. L'École de l'économie comportementale considère que le processus de prise de décision des agents est soumis à des biais émotionnels et cognitifs. Il est alors difficile d'optimiser leurs propres intérêts. Cette idée est également partagée par Stiglitz (2017)<sup>13</sup>. Ces auteurs considèrent l'Homo œconomicus comme une

---

<sup>10</sup> Simon, H. A. (1979) « Ration Decision Making In Business Organizations ». *American Economic Review*, 69(4), p.496.

<sup>11</sup> Veblen, V. (1898). « Why is Economics Not an Evolutionary Science ? ». *The Quarterly Journal of Economics*, 12(4), pp.373-397.

<sup>12</sup> Veblen, V. (1899). « The Preconceptions of Economic Science ». *The Quarterly Journal of Economics*, 13(4), pp.396-426.

<sup>13</sup> Stiglitz, J. E. (2017). « Countering the Power of Vested Interests : Advancing Rationality in Public Decision-Making ». *Journal of Economic Issues*, 51(2), pp.359-365.

réduction absurde d'un être cupide sans émotions et atomisé socialement. La place de l'éthique chez un individu est forte, ce qui peut le conduire à faire des choix irrationnels ; si toutefois la définition d'un comportement « rationnel » se limite à la recherche de profit personnel maximum. La prépondérance des entités collectives et l'influence des institutions constituent un façonnage de la rationalité des individus.

L'édification de la théorie de l'Homo œconomicus a été conçue en dehors d'une démarche scientifique aboutie d'un point de vue méthodologique. La théorie économique libérale soumet les comportements humains au respect d'une rationalité dénuée de considérations sociales et psychologiques. Cette simplification pose problème aujourd'hui et peut expliquer les irrationalités sur les marchés financiers.

Si la notion de rationalité vue par les économistes néoclassiques peut être remise en cause, la toute-puissance du marché est également remise en question. Les caractéristiques fondamentales du marché parfait par l'atomicité, l'homogénéité et la transparence de l'information, sont soumises à controverses. Cette remise en question et la mise en exergue des limites du marché sont liées à l'évolution sociétale opérée ce dernier siècle. Concernant l'atomicité du marché, elle est une caractéristique envisageable dans un capitalisme de petites unités. La réalité actuelle de l'activité économique s'opère autour d'un nombre restreint d'acteurs ayant un rôle prépondérant. Le développement des branches et des filières techno-économiques a concentré les acteurs. Ils ont dorénavant la capacité d'imposer leurs stratégies, qu'ils soient acheteurs ou vendeurs. La concentration des marchés liée au développement des ententes, cartels, oligopoles, a contribué à désavouer cette première condition. D'autre part, l'homogénéité des produits semble caduque aujourd'hui. L'offre sur le marché est fortement segmentée et différenciée. Les renouvellements continus des produits, le développement des techniques marketings et publicitaires sont les facteurs d'hétérogénéité. Les biens peuvent se voir dotés d'une utilité additionnelle, non liée à leurs finalités originelles. Les marques capitalisent sur leurs clients en développant des produits labélisés, éthiques et responsables. Enfin, l'information n'est pas inéluctablement accessible et gratuite. La recherche d'une information complète peut se révéler coûteuse. Les agents réalisent des choix non optimaux et même incohérents, du fait d'informations qui leur font défaut. L'agrégation de l'information est coûteuse en temps et en argent. En outre, sa transmission est le plus souvent limitée à un nombre restreint d'acteurs expérimentés.

Les théories néoclassiques et libérales se confrontent aux réalités des évolutions sociétales. De ces transformations naissent des décalages entre théorie et pratique, ce qui rend caduques certains fondements de notre société libérale. Dans les faits, les hypothèses et les conditions de la concurrence pure et parfaite correspondent à la situation économique du XIX<sup>e</sup> siècle. Le système des enchères est souvent présenté comme se rapprochant le plus du marché théorique, au travers de son système de vente (multiplicité, entrée-sortie libre, information universelle et instantanée, etc.). Néanmoins, il subsiste des agents qui ne cherchent pas à maximiser leur unique intérêt économique, exprimant une rationalité différente de celle développée par les néoclassiques. La concurrence pure et parfaite néglige l'ignorance et l'incertitude. Cependant, ces caractéristiques sont bel et bien présentes dans la vie économique et sont un enjeu de concurrence non négligeable. Il devient difficile pour les modèles macroéconomiques de rendre compte du juste niveau du marché. Le biais représenté par la conception idéologique du caractère humain impacte directement la viabilité et la confiance faite au marché.

Selon Keynes (1936)<sup>14</sup> la concurrence devient « *une concurrence pour la réputation* ». L'auteur considère que l'imperfection de l'information faisait s'apparenter les marchés à « *des concours de beauté* », où le but n'est pas d'élire « *celui qu'on pense le plus beau* », mais « *celui qu'on pense que les autres pensent être le plus beau* ». Cette métaphore tend à expliquer la formation des bulles spéculatives. Les prévisions de rentabilité ne sont plus totalement objectives mais se définissent comme une conception subjective du marché et des agents qui le composent. À l'exception de « Robinson Crusoé », le choix d'un agent dépend du cadre institutionnel dans lequel il vit et également de ses interactions avec les autres agents qui composent la société.

Le traitement de l'information et des croyances qui y sont associés est crucial pour comprendre les interactions entre agents économiques. Les études en finance comportementale confirment que les dysfonctionnements lors de la formation du prix sont liés à des erreurs cognitives, émotionnelles et d'imitations collectives. Ces analyses expliquent certains krachs et bulles financières.

Le marché semble fragile sur ses caractéristiques propres. Son efficience informationnelle n'est pas absolue et le comportement des agents est souvent éloigné du

---

<sup>14</sup> Keynes, J. M. (1936). « *Théorie Générale de l'Emploi, de l'Intérêt et de la Monnaie* ». (Adapté par H. De Largentaye ; Traduit par J. De Largentaye). Paris : Payot. Réed. 2016, p.222.

schéma conceptuel de l'Homo œconomicus. Si dans son individualité, la rationalité des agents semble vraisemblable sur certains points, le processus de décision collective l'est beaucoup moins. Condorcet (cité dans Arrow, 1984)<sup>15</sup> est l'un des premiers à désavouer le principe de transitivité. Selon ce paradoxe, un groupe décidant de manière démocratique peut préférer A à B, B à C mais néanmoins ne pas préférer C à A. Ce paradoxe est généralisé au XX<sup>e</sup> siècle par Arrow (1984) et son théorème d'impossibilité. Celui-ci démontre l'inexistence d'un système de décision collectif rationnel. Ainsi, au prétexte de l'absurdité du principe de rationalité, la collectivité est prioritaire sur l'individu. Une fois la rationalité bornée, son application aux individus semble probante alors que l'irrationalité du groupe est une certitude mathématique. Shiller (2000)<sup>16</sup> considère également que la conduite humaine rationnelle pour l'individu aboutit à des comportements de groupe irrationnels. Ce comportement grégaire est le fruit d'informations en cascade. Cette idée est décrite par la métaphore du choix des restaurants. Le choix se résume bien souvent à la quantité de personnes déjà présentes dans l'établissement plutôt qu'à un ensemble de critères rationnels.

Ainsi, plusieurs constats sont possibles. Tout d'abord, le marché libéral d'Adam Smith est utopique. L'intérêt particulier ne mène que très rarement au bonheur du plus grand nombre. Les théories libérales du XIX<sup>e</sup> siècle se sont révélées fragiles, aussi bien celles d'Adam Smith que celles mises en avant par les philosophes de l'époque tels que Bentham (cité par Mill (2003)<sup>17</sup>) et Godwin *et al.* (2005)<sup>18</sup>. Il convient de considérer l'approche classique et néoclassique de la main invisible comme relativement limitée. Cette considération est d'ailleurs établie au sein de la science financière. La théorie d'agence est un bon exemple où l'intérêt particulier des managers peut se révéler discordant à celui des actionnaires, si cette divergence d'intérêt vaut entre les actionnaires et les dirigeants. Nous pouvons supposer qu'elle est également valable entre les dirigeants et le reste des parties prenantes. Des dissensions peuvent apparaître entre les acteurs internes et externes à l'entreprise. Les décisions des firmes ne s'orientent pas naturellement dans le sens du bien-être de la société civile. Les firmes peuvent être lourdement ciblées et désavouées au sein du marché, si leurs actions sont contraires à l'éthique nationale, supranationale et sociétale. Il peut exister un intérêt pour les firmes de justifier du sens extra-économique de leurs stratégies

---

<sup>15</sup> Arrow, K. J. (1984). « *Social Choice and Justice* ». Oxford : B. Blackwell. p.72.

<sup>16</sup> Shiller, R. J. (2000). « *Exubérance Irrationnelle* ». (Traduit par A. Dublanc). Paris : Valor Edition. p.193.

<sup>17</sup> Mill, J. S. (2003). « *Utilitarianism and On Liberty : Including « Essay on Bentham » and Selections from Writings of Jeremy Bentham and John Austin* » (Adapté par M. Warnock). Oxford : Blackwell publishing. p.264.

<sup>18</sup> Godwin, W. (2005). « *Enquête sur la Justice Politique et son Influence sur la Morale et le Bonheur d'Aujourd'hui* ». (Adapté par A. Thévenet & M. Onfray ; Traduit par D. Berthaud). Lyon : Atelier de la création libertaire. p.619.

ou du moins de prouver la répercussion positive ou négligeable de leurs activités économiques sur la société.

### *b) Les points d'ancrage extra-financier*

L'état actuel de l'économie est critiquable au regard des attentes qu'elle génère. L'explosion des écarts de richesses entre les foyers les plus riches et les plus modestes dans nos pays développés est l'exemple le plus probant de l'inefficacité du principe de la main invisible. Piketty (2013)<sup>19</sup> a démontré sur la base des rapports de l'Organisation de Coopération et de Développement Économique (OCDE) de 2001, que les inégalités de revenus auraient en moyenne augmenté de près de 10 % dans l'OCDE entre 1980 et 2000, cet écart est le résultat d'une discordance entre le taux de rendement du capital et le taux de croissance de l'économie. Les 1 % les plus riches ont absorbé près de 60 % de la croissance économique générée entre 1977 et 2007. Les entreprises ont progressivement délaissé les objectifs productifs par des objectifs financiers, par le biais d'un accroissement des actifs financiers dans les bilans, de façon directe (dividendes) ou indirecte (rachat d'actions)<sup>20</sup>. Piketty (2013) met en évidence une corrélation positive entre la valeur de l'indice S&P 500 et le niveau de rémunération des dirigeants entre 1992 et 2008. Ces éléments sont le résultat de la révolution actionnariale de 1980 lancée par Ronald Reagan et Magareth Thatcher.

L'économie libérale n'est pas aussi bienfaitrice que pouvait le prétendre Adam Smith ou Jeremy Bentham. De plus, la complexité des relations entre agents conduit à des situations de crises et de bulles. Afin de déterminer les stratégies d'investissement de long terme, il est primordial de tenir compte de la psychologie auto-prophétique des marchés d'actions. En effet, les croyances et attentes des agents sont très dissemblables entre chaque décennie. Dans les années 1990, les agents considéraient que l'inflation ferait tomber la bourse. Ces mêmes agents dans les années 1960 pensaient que l'inflation ferait monter la bourse. Cette réalité a été mise en exergue en 1996 par Allan Greenspan, alors président du conseil de la réserve fédérale Américaine (FED), reprenant l'expression de Shiller « *d'exubérance irrationnelle* ». Celle-ci exprime la volonté des investisseurs de prendre leurs désirs pour des réalités. « *Il semble bien exister une tendance humaine très répandue à accorder une trop grande*

---

<sup>19</sup> Piketty, T. (2013). « *Le Capital au XXIe Siècle* ». Paris : Edition du Seuil. pp.481-533.

<sup>20</sup> Lagoarde-Segot, T. (2014). « *La Finance Solidaire : un Humanisme Économique* ». Louvain-la-Neuve : De Boeck. p.25.

*confiance à ce que l'on croit* », (Shiller, 2000, p181)<sup>21</sup>. L'intuition serait le résultat de l'influence forte de la pression sociale sur des jugements personnels. Il existe en quelque sorte un déterminisme dans la prise de décision des agents, déterminisme issu des institutions et des croyances économiques habituelles. Ainsi, malgré la grande quantité d'information disponible, les médias diffusent une information cadrée subissant un processus de « *filtration* » par les croyances et les institutions Shiller (2000)<sup>22</sup>. À long terme, si les investisseurs surestiment la valeur courante et future du marché, il peut découler un risque d'allouer trop de ressources au financement des *start-up* et trop peu dans le capital humain.

Selon Shiller (2000)<sup>23</sup>, les agents ne connaissent pas le niveau correct du marché mais réagissent sous forme de points d'ancrages. Ceux-ci permettraient aux agents de prendre des décisions plus facilement dans un marché flou et incertain. L'auteur défend l'idée de deux types d'ancres, l'une quantitative et l'autre morale. Les ancres quantitatives sont un référencement chiffré. Elles permettent de situer un élément par le biais d'autres informations disponibles et de se classer dans une échelle ordonnée. Dans un deuxième temps, les ancres morales permettent d'évaluer le marché par la comparaison que font les agents entre la force intuitive des nouvelles informations, les raisons qui les poussent à conserver leurs investissements et du besoin de jouir des richesses que représentent ces investissements. Ainsi, au sein d'un marché ne délivrant pas toute l'information disponible, il peut être nécessaire d'examiner les données extra financières. Celles-ci peuvent constituer une ancre sur laquelle l'investisseur peut se raccrocher lorsqu'il doute dans le marché. Les critères de responsabilités pourraient constituer un outil supplémentaire de choix dans le cadre d'une stratégie d'investissements. La responsabilité sociale des entreprises s'agencerait comme une ancre qualitative. Elle permettrait effectivement de comparer les firmes et les secteurs entre eux. Cette démarche permettrait de s'affranchir de perte de valeur brutale résultant d'une mauvaise analyse du marché.

Au regard de notre histoire économique et financière, les crises sont des éléments récurrents de l'activité économique. Elles remontent à l'époque mercantiliste du XVII<sup>e</sup> siècle, dont la « crise de la tulipe » est considérée comme la première bulle spéculative de l'Histoire. Par la suite, l'histoire économique fut marquée par les violentes crises de 1929, puis des chocs pétroliers du début des années 70, jusqu'à celle des *Subprimes* de 2008. Ces crises

---

<sup>21</sup> Shiller, R. J. (2000). « *Exubérance Irrationnelle* ». (Traduit par A. Dublanc). Paris : Valor Edition. p.181.

<sup>22</sup> Shiller, R. J. *ibid.* (2000), p.129.

<sup>23</sup> Shiller, R. J. *ibid.* (2000), Chap.7.

économiques sont particulièrement dommageables pour nos économies. Les marchés financiers y subissent une perte de valeur brutale et importante. Le propre de ces crises est leur imprévisibilité. Néanmoins, l'apparente nature cyclique des crises fait ressortir des tendances à long terme du couple croissance-crise. Kongratiev est le premier auteur à mettre en exergue l'existence de cycles économiques longs, d'une soixantaine d'années. Viendront ensuite se greffer à cette théorie, des cycles moyens « Juglar » et plus courts, les « Kitchins ». La théorie des cycles économiques se révèle partiellement vraisemblable. Schumpeter (cité par Karklins-Marchay 2004)<sup>24</sup> a quant à lui mis en avant l'importance des grappes d'innovations comme moteur de croissance. Ainsi, chaque cycle économique s'accompagne d'une révolution industrielle. Cette révolution se caractérise par de nouvelles techniques, ressources, produits et échanges. Néanmoins, les bouleversements opérés ne sont pas uniquement techniques mais modifient aussi profondément la société. Chaque révolution industrielle s'accompagne d'un renversement profond des pratiques sociales et sociétales. Ces changements affectent principalement les firmes qui subissent, se construisent et se développent au gré des évolutions sociétales. Ainsi, il est déterminant pour un investisseur de prêter attention à ces phases de croissances et de crises, afin de suivre l'évolution économique et sociétale du marché. L'existence de ces cycles permet d'attribuer une espérance statistique de la venue d'une crise, espérance s'approchant de 1 au fil des années. La prise en considération de données extra-financières permettrait de déterminer les choix financiers compatibles avec les évolutions économiques et sociétales d'un marché, mais aussi de prévenir l'apparition de crises soudaines et violentes. Les données extra-financières se constituent en « ancrés » de référence. Elles sont indispensables dans la recherche du niveau réel du marché.

Nos sociétés se sont globalisées, complexifiées. Le dernier cycle économique - fruit de la révolution informatique - a enrichi l'information constitutive des choix d'investissement. Les critères économiques doivent agir de concert avec des données extra-financières traduisant d'une rationalité divergente à celle d'un Homo œconomicus. « *Science sans conscience n'est que ruine de l'âme* » Rabelais (1532).

---

<sup>24</sup> Karklins-Marchay, A. (2004). « *Joseph Schumpeter : Vie, Œuvres, Concepts* ». Paris : Ellipses. p.91.

## B. Les transformations sociétales

Les récentes transformations sociales, économiques et sociétales, conduisant à la troisième révolution industrielle selon Rifkin (2016)<sup>25</sup>, ont ravivé la place de l'éthique et de la responsabilité dans la sphère économique. Nous verrons dans un premier temps que la globalisation économique s'est accompagnée d'une globalisation des consciences. Ensuite, ces transformations ont réactualisé les questions relatives à l'éthique des marchés.

### 1. Les enjeux de la globalisation

#### a) *Les externalités globalisées*

Les premières révolutions industrielles, des XVIII<sup>e</sup>, XIX<sup>e</sup> et XX<sup>e</sup> siècles, ont été fortement marquées par une évolution technique et un apport de l'offre dans un premier temps, au-delà des changements sociaux. Cependant, la révolution technologique de la fin du XX<sup>e</sup> début du XXI<sup>e</sup> siècle a profondément modifié le paysage social et économique. En effet, la révolution informatique opérée au milieu des années 80 a été difficilement considérée comme une révolution à part entière. Si, dans un premier temps, les effets économiques ont été mitigés, du fait d'un non-apport de nouvelles énergies et du scepticisme de certains économistes tels que Solow (1987) « *Les ordinateurs sont partout sauf dans les statistiques* », ces nouvelles grappes technologiques ont favorisé la croissance économique et ont conduit à l'évolution sociétale de nos dernières décennies. Les frontières physiques et matérielles ont été particulièrement transformées. Physiques, par l'ouverture des frontières économiques et des zones de libre-échange permettant l'internationalisation des firmes. Matérielles, car l'informatique et les plateformes dématérialisées ont favorisé les transferts d'informations. Le point d'orgue de ce cycle économique consiste en une diffusion de l'information devenue immédiate, infinie et transférable. Les agents prennent la mesure du pouvoir qu'octroie l'accès à des informations diverses. Si l'afflux extraordinaire d'information aurait dû mettre fin aux crises et bulles économiques en concomitance avec la fin des cycles selon Weber (1997)<sup>26</sup>, le caractère imprévisible des krachs n'a pas pour autant disparu. La recherche d'informations s'est complexifiée à mesure que nous cherchons à limiter nos risques. La forte

---

<sup>25</sup> Rifkin. J. (2016). « How the Third Industrial Revolution Will Create a Green Economy. » *New Perspectives Quarterly*, 33(1), pp.6-10.

<sup>26</sup> Weber. S. (1997). « The end of the business cycle ? » *Foreign Affairs*, 76(4), p.65-82.

croissance des places financières est symptomatique du développement de notre économie. D'autre part, des informations extra financières difficiles à obtenir auparavant sont dorénavant assimilables et transférables. Les stratégies et les enjeux d'investissements et de communication des firmes se sont retrouvés profondément modifiés.

Les transformations de l'économie mondiale ont renouvelé la place des firmes dans le marché mondial. La mondialisation a accru leur rayonnement au sein d'un espace d'influence de plus en plus considérable. Nous sommes passés d'un marché semi-fermé au monde du libre-échange et de la disparition des frontières économiques. Cette ouverture a complexifié les stratégies des firmes. Antérieurement aux mesures de libéralisation et de mondialisation du marché, les firmes se confrontaient à une concurrence nationale ou transnationale, leur influence était limitée à des régions économiques précises. Dorénavant, la globalisation de l'économie a placé les firmes dans une compétition déséquilibrée du fait des fortes disparités continentales. La lutte pour la compétitivité sur un marché mondialisé se traduit le plus souvent par la recherche d'un profit et d'une performance maximale sur les marchés financiers. Cette stratégie peut conduire à délaissier les nécessités extra-financières. Le capital humain est souvent la principale variable d'ajustement dans la recherche de maximisation et de performance financière. Les considérations écologiques peuvent également être négligées au profit de la rentabilité.

L'internationalisation des entreprises sur différentes régions géographiques et différents marchés renforce le poids des externalités des entreprises. Les firmes ne sont plus dépendantes d'un niveau social, environnemental et sociétal donné. Les firmes peuvent choisir le juste niveau souhaité, selon l'équation stratégique qu'elles souhaitent résoudre. Les contraintes sociales, environnementales et sociétales deviennent des données, des variables que l'on peut choisir d'ajuster. Leurs choix stratégiques ne sont plus neutres en considération éthique. Bien au contraire, les entreprises jouent de ces nouveaux ajustements afin de se développer et conquérir de nouveaux marchés. La performance financière est bien évidemment tributaire de ces choix. L'apparition de coûts d'opportunités, liés à des choix non optimaux sur des critères de rentabilité, sera pénalisante au vu des comparaisons possibles avec d'autres entreprises similaires sur le marché financier. De ce fait, les stratégies financières des firmes impactent considérablement les États et notre société moderne. Elles sont initiatrices des évolutions sociétales et ne peuvent être représentées indépendamment de la sphère sociale.

La place des firmes et leur pouvoir dans l'économie et la société sont primordiaux. Au fil des années, certaines d'entre elles sont devenues des géantes dont les externalités et les choix stratégiques peuvent redéfinir des zones géographiques. En effet, certaines firmes détiennent un chiffre d'affaires supérieur au Produit Intérieur Brut de certains États. « *Les entreprises transnationales se transforment de ce fait en quasi-États relevant de l'économie privée, qui prennent des décisions devant être respectées par tous...* » Beck and Duthoo (2003)<sup>27</sup>. L'entreprise moderne est loin de la petite unité de production du début du XVIII<sup>e</sup> d'Adam Smith. La globalisation de l'économie a complexifié les enjeux et l'impact des firmes. L'École francophone de 1980 jusqu'à 2009 considère l'entreprise comme un système politique. De par sa place, elle représente une institution de la société selon Gomez et Korine (2009)<sup>28</sup>. Les effets des marées noires, des accidents nucléaires et les déstabilisations des marchés financiers ont révélé le caractère substantiel des décisions stratégiques des firmes. Si l'actionnaire ne peut endosser seul la responsabilité, il le fait au détriment des autres créanciers résiduels que deviennent les États et les citoyens (Flanhec, Uzan, et Doucin, 2012)<sup>29</sup>. Finalement, les grandes entreprises cotées ont fait émerger une société civile transnationale où chaque citoyen du monde en devient le créancier résiduel. La récente crise des *Subprimes* a montré que la chute de Lehman Brother a eu des répercussions imprévisibles à l'échelle mondiale. Nous faisons face à une réelle crise de légitimité des institutions publiques face aux multinationales (Laufer et Paradeise, 1981)<sup>30</sup>. La perte de légitimité est accrue par la présence prépondérante des lobbyings qui influencent les acteurs de la vie politique. Cependant, le maintien d'une nationalité marqué chez chaque firme contribue à en appeler à l'aide des États dans lesquels elles ont vu le jour. La nationalité peut, par le biais du management, créer une culture d'entreprise qui reflète les valeurs nationales. Les entreprises sont transnationales, mais emplies de nationalisme parfois nécessaire à leur développement.

Ainsi, depuis la dernière grappe d'innovations que représente l'essor de l'informatique et la crise récente des *Subprimes*, le paysage économique s'est fortement modifié. Les firmes ont accru leurs zones d'influence et leurs activités se répercutent indifféremment sur l'ensemble de nos sociétés. Néanmoins, l'explosion des moyens de communication a resserré l'étau autour des firmes qui sont dorénavant sous l'éclairage des médias. Les communautés

---

<sup>27</sup> Beck, U. (2003). « Pouvoir et Contre-Pouvoir à l'Ere de la Mondialisation ». (Traduit par A. Duthoo). p.160.

<sup>28</sup> Gomez, P-Y, Korine, H. (2009). « *L'entreprise dans la démocratie : une théorie politique du gouvernement des entreprises* ». Bruxelles : De Boeck. p.335.

<sup>29</sup> Flanhec, A, Uzan, O, Doucin, M. (2012). « *Responsabilité sociale de l'entreprise et gouvernance mondiale* ». Paris : Economica. p.240.

<sup>30</sup> Laufer, R, Paradeise, C. (1981). « *Le prince bureaucrate : Machiavel au pays du marketing* ». Paris : Flammarion. pp.271-288.

ont les moyens d'analyser et d'appréhender les politiques stratégiques et commerciales des firmes.

En 2012, il existait plus de 83 000 entreprises multinationales qui contrôlaient près de 810 000 filiales à l'étranger. Celles-ci proviennent majoritairement des pays riches. Ces firmes au travers de leurs filiales employaient 68 millions de personnes contre 21 millions en 1990 (Chavagneux, 2012)<sup>31</sup>.

### *b) Une conscience collective mondiale*

Simultanément à l'internationalisation des firmes, l'accès des parties prenantes à une information toujours plus dense a permis d'accroître leurs influences. De plus, l'apparition de conflits d'intérêt entre les firmes et des groupes d'agents a fait naître une conscience collective chez différents groupes d'individus. Cette nouvelle conscience est la réponse au développement des firmes au niveau international. Si les firmes peuvent dorénavant s'affranchir des limites sociales, environnementales et sociétales d'un pays donné, en délocalisant leurs activités, elles doivent néanmoins rendre des comptes de leurs agissements. Cela répond au besoin des populations de faire concourir leurs habitudes sociales et sociétales à l'activité économique. L'Homo œconomicus s'efface derrière le spectre des valeurs et de la morale défendue par les communautés. Si les firmes rayonnent dans un espace donné, une conscience collective pourra émerger au sein du même espace, qu'il soit régional, national ou international. Les firmes sont observées et doivent déterminer le bon niveau de rentabilité qui n'affectera pas leur image.

La notion de conscience collective a été développée dans un premier temps par Durkheim (cité par Müller, 2013)<sup>32</sup>. Elle se définit comme « *l'ensemble des croyances et des sentiments communs à la moyenne des membres d'une société* ». Les consciences collectives évoluent fortement au fil des périodes de croissance et de crise. Au sein de la science financière, des consciences particulières se sont développées chez une multitude d'agents. La conscience collective a pris son origine au sein de trois mouvements distincts. Les mouvements éthico-religieux, écologiques ou par rapport aux principes de réalité.

---

<sup>31</sup> Chavagneux, C. (2001). « Une firme mondiale : mythe ou réalité ». *Alternatives Économiques*. actualisé en 2012

<sup>32</sup> Müller, H. P. (2013). « Société, Morale et Individualisme. La Théorie Morale d'Emile Durkheim ». (Traduit par D. Renault). *Revue franco-allemande de sciences humaine et sociales*. 13. p.8.

Les premiers cas avérés de conscience collective économique et financière sont apparus dès les années 1930. Les mouvements religieux américains ont cherché à exclure de leurs placements les firmes exploitant la faiblesse humaine, à l'image de la vente d'alcool durant la période de prohibition. Ainsi, les premiers « *sin stock* » sont apparus. Le mouvement des « *pionnerfound* » durant les années 1970-1980 a également cherché à faire concorder leurs investissements et leur éthique personnelle. Les entreprises d'armement impliquées dans la guerre au Vietnam ou encore liées à l'Apartheid en Afrique du Sud étaient évincées des portefeuilles d'investissement. Les stratégies des entreprises ont un impact sur la conscience des individus et modifient leurs utilités d'investissement. Les mouvements écologiques constituent également un fort potentiel de conscience collective. L'écologie radicale tout d'abord, ou « *deep ecology* » de Leopold (2000)<sup>33</sup>, développe « une éthique de la Terre » qui considère l'environnement comme faisant partie des parties prenantes. D'autre part, l'idéologie radicale va plus loin avec Naess (2017)<sup>34</sup> qui prolonge la pensée en parlant d'un statut légal de la nature, d'un droit des pierres, des arbres, des animaux. Le mouvement écologique autoritaire de Jonas (1997)<sup>35</sup> plaide pour une éthique envers notre futur et la qualité de vie des humains sur Terre. « *Une éthique d'aujourd'hui qui se soucie de l'avenir et entend le protéger pour nos descendants des conséquences de notre action présente* » (Jonas, 1997 p.69)<sup>36</sup>. Enfin, les mouvements écologiques dits démocratiques représentent une pensée médiane. La croissance constitue une absurdité. Il convient d'autolimiter la consommation en recherchant une sortie douce du modèle capitaliste selon Illich (1975)<sup>37</sup>, afin de limiter toute rupture sociale et sociétale (Gorz, 2003)<sup>38</sup>. Enfin, les courants systémiques font face au principe de réalité. À l'origine du modèle systémique de Forester, la réunion du « Club de Rome » en 1968 lance le signal d'alarme sur la diminution des ressources planétaires. Ces courants mettent en exergue la nécessité de faire correspondre notre économie aux moyens dont dispose notre monde.

Ces consciences collectives se créent au gré des attachements personnels. Sur le long terme, elles peuvent aboutir à des mouvements puissants. L'impact sur les firmes n'est pas négligeable. Elles peuvent se mouvoir en de nouvelles contraintes sur leur activité. Tout

---

<sup>33</sup> Léopold, A. (1949). « *Almanach d'un Comté des Sables ; Suivi de Quelques Croquis* ». (Adapté par J. M. G. Le Clézio & C. W. Schwartz ; Traduit par A. Gibson). Paris : Flammarion. Réed. 2000, p.289.

<sup>34</sup> Naess, A. (1973). « *Une Écosophie pour la Vie : Introduction à l'Écologie Profonde* ». (Adapté par H. S. Afeïssa ; Traduit par N. Mubalegh & P. Madelin). Paris : Seuil. Réed. 2017, p.347.

<sup>35</sup> Jonas, H. (1997). « *Pour une Éthique du Futur* ». (Traduit par S. Cornille & P. Ivernel). Paris : Rivages. p.115.

<sup>36</sup> Jonas, H. (1997). *Ibid.* p.69.

<sup>37</sup> Illich, I. (1975). « *Energie et Équité* ». Paris : Le Seuil. pp.9-20.

<sup>38</sup> Gorz, A. (2008). « *Ecologica* ». Paris : Galilée. p.158.

d'abord, ces consciences collectives peuvent mener à l'encadrement des activités des firmes. Manifesté par exemple par l'obligation d'élaborer des rapports de développement durable suite à la loi Barnier de 1995<sup>39</sup> et NRE de 2001<sup>40</sup> en France. D'autre part, la communauté internationale peut mettre en place des protocoles modifiant les règles du marché. La création du droit à polluer suite au protocole de Kyoto a entraîné une modification de la structure des coûts pour les entreprises polluantes, ou encore l'Accord de Paris en 2015<sup>41</sup>. D'autre part, la valeur financière des firmes peut être impactée par les mouvements sociaux et sociétaux. L'apparition de l'hyper activisme aboutit au *Boycott* de certaines marques ou au *Buycott* de produits correspondant mieux aux attentes sociales, environnementales ou sociétales, Bozonnet (2012)<sup>42</sup>.

La crise des *Subprimes* a renforcé les préoccupations des consommateurs à l'égard de leur pouvoir d'achat. Les firmes se doivent de répondre aux attentes de leurs clients, sous peine d'être à terme exclues du marché. Les consciences collectives peuvent également faire bloc à l'encontre du pouvoir des firmes sur les États. Ainsi, en 2009 aux États-Unis, le *Slow Money Alliance* a combattu la « malbouffe » au sein du secteur agroalimentaire. L'objectif consistait en une réorientation des flux financiers vers la terre. Les circuits courts soutenant la fertilité des sols en étaient la priorité. Ces actions expriment la volonté citoyenne de restreindre le pouvoir des multinationales en cherchant à replacer l'épargne au service du capital. Enfin, une conscience nationale peut aboutir à l'émergence de fonctions politiques liées au principe de responsabilité. Ce fut le cas en 2000 sous le gouvernement anglais de Tony Blair par la création d'un poste de ministre de la RSE.

## 2. La philosophie morale source de responsabilité financière

Quelles sont les déterminantes qui engagent les entreprises et les agents à modifier leurs comportements ? Un retour sur les concepts de philosophie morale, ainsi qu'un examen de la collusion entre social et économique peuvent nous apporter des réponses.

---

<sup>39</sup> [www.legifrance.gouv.fr/affichTexte.do?cidTexte=JORFTEXT000000551804&categorieLien=id](http://www.legifrance.gouv.fr/affichTexte.do?cidTexte=JORFTEXT000000551804&categorieLien=id)

<sup>40</sup> [www.legifrance.gouv.fr/affichTexte.do?cidTexte=JORFTEXT000000223114](http://www.legifrance.gouv.fr/affichTexte.do?cidTexte=JORFTEXT000000223114)

<sup>41</sup> Ratifier en 2016, [www.legifrance.gouv.fr/eli/decret/2016/11/8/MAEJ1628705D/jo/texte](http://www.legifrance.gouv.fr/eli/decret/2016/11/8/MAEJ1628705D/jo/texte)

<sup>42</sup> Bozonnet, J. P. (2012). « Buycott et Boycott : Écocitoyenneté, Libéralisme et Cultures Politiques en Europe ». *Hal*.

### a) *La place de l'éthique dans le marché néoclassique*

Les premiers travaux libéraux, notamment ceux d'A. Smith, relèguent la question éthique au second rang. La théorie libérale ne traite jamais de manière directe cette problématique et révèle une certaine « schizophrénie » libérale en la matière. L'éthique est soit considérée comme un élément inhérent au marché, qui par sa position amoral y répond de manière juste et bonne, soit elle relève uniquement du domaine public, qui se doit de prendre à sa charge les questions sociales. Elle est circonscrite autour de la primauté de l'individu et de la toute-puissance du marché. Il n'est alors pas nécessaire de se préoccuper du niveau de responsabilité. Il suffit de laisser faire l'intérêt particulier et le marché. Cette approche initiale de l'économie et de la société a façonné les théories libérales. Aujourd'hui encore, il n'y a que peu de place pour la morale au sein de la théorie libérale.

Spinoza (1677)<sup>43</sup> estime que la primauté de l'individu mène à rechercher la conduite permettant d'accéder au bien pour soi-même. Cette recherche, bien que très individuelle, va se révéler bénéfique pour toute la société au sens des économistes classiques. Ce phénomène a été pour la première fois décrit dans « *Recherche sur la nature et les causes de la richesse des nations* » de Smith (1776)<sup>44</sup>. La main invisible, en se nourrissant des actions individuelles, va produire l'ordre juste pour toute la société au sein d'un processus mécanique et nécessaire. Dans cette démarche très scientifique, les travaux du philosophe Bentham, père fondateur de l'utilitarisme, contribuent à poser les fondements philosophiques de la main invisible. L'apport de l'axiome qui considère que « le bien-être est préférable au mal-être » Bentham (1834)<sup>45</sup> justifie le sens de la main invisible. Au sein de l'idéologie utilitariste, Il ne peut exister de comportements contraires à cette logique. Il est également fait abstraction de la possibilité que l'intérêt particulier puisse nuire à l'intérêt général. L'apparition d'externalités négatives en est pourtant le contre-exemple. La recherche du bien-être dans une perspective individuelle suffit à la question éthique chez les classiques. Le travail à la construction du bonheur personnel contribue à celui d'autrui, donc de l'humanité. Sur le schéma des vases éthiques communicants, le bonheur collectif se constitue comme la somme des bonheurs individuels. Nul besoin de contraindre les pratiques individuelles. Cet axiome reste cependant

---

<sup>43</sup> Spinoza, B. (1677). « Éthique ». (Traduit par R. Misrahi). Paris : Librairie Générale Française. Réed. 2011, p.627.

<sup>44</sup> Smith, A. (1776). « Recherche sur la Nature et les Causes de la Richesse des Nations ». (Traduit par J. A. Roucher). Paris : Chez Buisson. Réed. 1790.

<sup>45</sup> Bentham, J. (1834). « *Déontologie ou science de la morale : Volume I* ». (Adapté en version numérique par P. Tremblay ; Traduit par B. Laroche). Chicoutimi Québec : Les Classiques des Sciences Sociales. p.147.

fortement récusable en raison des externalités négatives du marché libéral sur les peuples autochtones et les catastrophes environnementales par exemple.

Dans un deuxième temps, le marché est également un élément de réponse à la question éthique. Si l'intérêt particulier suffit à définir les limites de l'éthique individuelle aux seules bornes du bien-être personnel, le marché va quant à lui réguler les dérives des agents et pourvoir à l'ordre et à la justice globale. Pour cela, il est nécessaire de parvenir à l'efficacité forte du marché. Le marché efficace sera le moteur de la régulation. En effet, les firmes malhonnêtes seront éjectées du marché car ne correspondant pas à l'éthique générale. Chez les classiques et néoclassiques, la question de la morale est superflue. Le marché corrige de lui-même les actions non éthiques. Les dérives observables résulteraient de l'inefficacité du marché, nullement d'un problème d'éthique du marché. Il est alors nécessaire de parvenir à la perfection du marché, afin de corriger de possibles déséquilibres. Pour cela, il faut respecter au maximum le principe du « laissez faire, laissez courir ». *« Une entreprise, ça n'a pas de sentiments, pas d'éthique, pas d'amour : ça n'a que des objectifs et un bilan. Il n'y a pas de morale d'entreprise ni d'éthique d'entreprise. [...] C'est précisément parce qu'il n'y a pas de morale de l'entreprise, qu'il doit y avoir de la morale dans l'entreprise. »* (Comte-Sponville, 2004, p.118)<sup>46</sup>.

L'éthique est inhérente à l'activité économique et à la recherche du profit. Elle ne doit pas être pensée comme un élément à part entière mais comme inhérente à l'activité marchande. L'entreprise et les marchés sont les relais naturels des principes éthiques visant à aboutir au bien-être utilitariste généralisé. Dans l'histoire économique, les entreprises et les objectifs actionnaires ont bien évidemment pourvu au bien-être des agents qui la composent. Cependant, cette transmission sonne moins comme le résultat des mécanismes économiques que d'une réelle impulsion morale des dirigeants. La firme « New Lanark » d'Owen constitue un exemple de considération des parties prenantes au XIX<sup>e</sup> siècle. Elle est le résultat de l'unique volonté éthique et morale de son dirigeant. La forte personnalité d'Owen s'apparentait à une démarche assimilable au capitalisme paternaliste proche du socialisme. La recherche du bien-être d'autrui comme premier objectif n'avait pas empêché le développement du profit et du bien-être personnel. La question éthique était prépondérante à son activité économique. Enfin, l'économie et la question de la richesse se réfèrent en dernière instance à la notion du bien de l'Homme. Le marché d'A. Smith se situe en dehors de

---

<sup>46</sup> Comte-Sponville, A. (2004). « *Le Capitalisme est-il Moral ?* ». Paris : Albin Michel. p.118.

la morale, en dehors de l'éthique, ce marché n'est pas la norme, mais bien l'exception selon Sen (1988)<sup>47</sup>.

### b) *La problématique de l'éthique en économie*

La question de l'éthique n'a pas toujours été dissociée de l'économie ni reléguée au simple mécanisme implicite et indirect du marché libéral. Avant le XVIII<sup>e</sup> siècle, l'État considérait que les firmes avaient une dimension d'intérêt public. Suite à l'approche libérale amorcée avec la première Révolution Industrielle du XIX<sup>e</sup> siècle, la question éthique a disparu du domaine de compétence des firmes. Il s'est alors créé une dissolution du lien entre vie économique et vie sociétale. L'idéologie marxiste-communiste n'a pas non plus engagé de mécanisme inverse. La concentration idéologique sur la question du prolétariat a mis sous silence un nombre important de parties prenantes de la société. Plusieurs éléments issus de la philosophie morale vont cependant nous permettre d'expliquer l'apport et l'origine de la question éthique au sein du marché et de la percevoir comme un outil fondamental.

Le tournant idéologique entrepris au XVIII<sup>e</sup> siècle paraît surprenant car la scission entre monde économique et social annihile les liens entre ces deux sphères intimement liées. Dante met en avant le caractère surprenant de cette dichotomie alors que l'économie est inhérente aux personnes réelles. Il rappelle le besoin d'introspection induit par la question de Socrate : « comment vivre ? ». Les agents se sentent irrémédiablement concernés par la vie économique. Selon Levinas (cité par Tornay 2006)<sup>48</sup>, l'éthique individuelle est le fondement de la subjectivité humaine. Le moi se constitue par la rencontre de l'autre, ce qui induit dès l'origine une exigence de la responsabilité éthique. Elle est le résultat de l'interaction sociale. L'amour de la vie lié aux sensations visuelles, olfactives, auditives, constitue la condition initiale du Moi. Les transactions économiques ne peuvent être appréciées indépendamment des transactions sociales qui s'accompagnent (Aoki, 2010)<sup>49</sup>. En 1759, Smith écrit *Théorie des sentiments moraux*<sup>50</sup>. L'auteur y décrit le caractère principal de l'Homme comme étant la sympathie et non l'égoïsme. Il met en avant l'importance de la vertu contre la rationalité individuelle. Il place au premier plan le plaisir de voir les autres heureux. L'Homme ne cesse

---

<sup>47</sup> Sen, A. (1988). « *On Ethics and Economics* ». New-York : B. Blackwell. Chap.I-II, pp.1-57.

<sup>48</sup> Tornay, A. (2006). « *Emmanuel Levinas : Philosophie de l'autre ou philosophie de moi* ». Paris : l'Harmattan. p.167.

<sup>49</sup> Aoki, M. (2010). « *Corporations in Evolving Diversity : Cognition, Governance, and Institutions* ». Oxford : University Press.

<sup>50</sup> Smith, A. (1759). « *Théorie des Sentiments Moraux* ». (Traduit par M. Biziou., C. Gautier & J. F. Pradeau). Paris : Presses universitaires de France. Réed. 2014, p.469.

d'osciller entre comportement égoïste et altruiste. Cet ouvrage voit le jour dix-sept ans avant l'écriture de « *Recherche sur la nature et les causes de la richesse des nations* » Smith (1776). L'éthique prend également un nouvel essor dès l'apparition des travaux de Mill (2003). Celui-ci s'éloigne de l'orthodoxie benthamienne en justifiant l'intervention de l'État. Le but est d'empêcher que l'exercice de la liberté n'entrave la sécurité de tout un chacun. Dans cette perspective, l'éthique de l'État, orientée de manière sécuritaire avec les Classiques, tend à devenir sociale avec Mill (2003).

En philosophie politique et morale, les principes aristotéliens forment la base d'un comportement éthique. Ces principes de prudence, tempérance, courage et justice fondent le socle de référence de chaque agent. Selon Hume (1739) la sympathie vis-à-vis de sa communauté d'appartenance est le principal comportement humain devant l'égoïsme. « *Il n'y a que peu d'Hommes qui n'accordent la plus grande partie de leur fortune aux plaisirs de leur femme et à l'éducation de leurs enfants, en ne se réservant que la plus faible part pour leur usage propre et leur divertissement personnel. L'existence de la société requiert que les individus dépassent la sympathie naturelle qu'ils éprouvent pour leur communauté pour reconnaître la légitimité des sympathies d'autres, c'est-à-dire lorsqu'apparaît l'estime. Estime pour génération future ou autrui, loin géographiquement parlant* », (Hume, 1739, p.433)<sup>51</sup>. Cette approche de l'éthique et de la responsabilité se retrouve sous l'influence des valeurs calvinistes considérant la richesse comme un signe d'élection divine. Cet héritage culturel explique les actes philanthropiques d'hommes tels que Warren Buffet ou encore Bill Gates au travers de la création d'associations à but caritatif. Cependant, ces actes ne sont pas guidés par le marché ni même par une main invisible. Ils sont issus d'une volonté personnelle relevant des croyances morales et éthiques. Les interventions régulières du pape sur les questions économiques prouvent de possibles connivences entre l'éthique, la morale et les décisions économiques.

La place importante de la morale et de l'éthique dans les affaires économiques a pour origine l'économie sociale issue du mouvement des socialistes utopiques. Owen, fer de lance de cette idéologie, a tout au long de sa vie œuvré au développement de l'éthique et de la morale au sein de son entreprise « New Lanark ». Dans cette firme du milieu du XIX<sup>e</sup> s'est développé le premier « laboratoire » d'une politique qu'on pourrait qualifier aujourd'hui de responsable. Cette démarche issue de l'éthique propre de son dirigeant sonne comme une

---

<sup>51</sup> Hume, D. (1739). « *Traité de la Nature Humaine* ». (Traduit par P. Baranger., & P. Saltel.). Paris : Flammarion. Rééd. 1995, p.433.

révolution dans le monde industriel. Owen propose à son époque d'interdire le travail des enfants dans ses usines, de limiter le nombre d'heures travaillées par jour, d'offrir la scolarité et des logements aux familles des ouvriers. Ces mesures ont permis de développer l'activité de sa firme et sa rentabilité. Son idéologie a prospéré sous les traits de Louis Blanc, Charles Fourier ou encore Pierre-joseph Proudhon. L'éthique est prépondérante dans la manière d'appréhender les actions économiques des agents. Coase (1937)<sup>52</sup> met en avant l'idée que l'éthique effectuée par un acteur individuel pour son propre compte est différente de celle des individus au nom de l'organisation. Les agents peuvent dissocier les actes de leur éthique. Le commerçant va utiliser sa propre éthique tandis que l'employé peut choisir de suivre son éthique personnelle ou celle de l'entreprise dans son processus de décision. Au sein d'une entreprise, l'absence de règles éthiques et responsables est susceptible de générer des risques inhérents aux comportements nuisibles à la société et à la firme. L'obéissance peut mener à rompre le lien entre le choix et l'éthique. Cette idée est défendue par Arendt (1966)<sup>53</sup> au travers de l'exemple du totalitarisme nazi. L'approche humaniste radicale considère l'entreprise comme une construction sociale. Cependant, la responsabilité d'entreprise peut-elle contribuer à l'objectif d'émancipation humaine ? Cette approche philosophique considère l'humain comme la seule valeur et c'est en la développant que la monnaie et la finance trouvent la justification de leur existence.

L'intérêt d'une approche éthique est d'éviter le « *syndrome de l'île de Pâques* ». Il faut éviter l'épuisement des ressources, qu'elles soient environnementales, sociales et sociétales. La contrainte marchande doit respecter ces limites sous peine de nuire à long terme à la société et à elle-même. La liberté n'est pas l'absence de contrainte mais la capacité d'effectuer des choix au milieu d'une multitude de contraintes. Il devient nécessaire de créer une cohésion dans la firme au travers d'une adéquation de l'éthique de la firme avec les normes sociales des individus et de la société. En effet, « *l'éthique va permettre de fonder les règles du jeu de la gouvernance de chaque organisation afin que les parties prenantes puissent s'approprier les règles du jeu et accepter de participer volontairement à un jeu organisationnel où si chacun n'obtient pas exactement ce qu'il veut, chacun est néanmoins reconnu dans ses attentes légitimes* » (Pigé, 2010, p.8)<sup>54</sup>. Le comportement et les choix éthiques des firmes doivent être pensés en amont et non pas comme le résultat des échanges marchands. L'approche par la science financière de notre société s'apparente aux sciences

---

<sup>52</sup> Coase, R. H. (1937). « The Nature of the Firm ». *Economica*, 4(16), pp.386-405.

<sup>53</sup> Arendt, H. (1966). « *Eichmann à Jérusalem* ». (Traduit par A. Guérin). Paris : Gallimard. Rééd. 1991

<sup>54</sup> Pigé, B. (2000). « *Ethique et Gouvernance des Organisations* ». Paris : Economica. p.8.

naturelles avec notamment le mouvement « Brownien ». La finance se rattache à la branche de « L'Econophysics » qui établit des liens formels entre la finance et la physique. Ainsi, la science économique et financière, frappée de positivisme, rejette ses ancêtres philosophiques et politologues. Cependant, en science sociale, il est indispensable de garder en perspective les interactions humaines comme point central des échanges, à l'image d'autres disciplines de sciences sociales enrichissant leurs raisonnements au sein des disciplines voisines.

## C. La place des parties prenantes

L'éthique et la responsabilité relèvent d'un questionnement légitime et nécessaire à la pérennité du marché. Au-delà de cette première considération, il convient de déterminer la source de la légitimité que peuvent revendiquer les parties prenantes. Nous expliquerons comment définir la légitimité des agents au sein des firmes. Nous aborderons par la suite les transformations théoriques dans la science financière, relativement à la place des parties prenantes. Enfin, il s'agira de borner la définition de la responsabilité tout en précisant les différentes légitimités des agents.

### 1. Les droits des parties prenantes

#### a) *La tragédie des biens communs*

L'histoire des communs et la fin des enclosures marquent le changement idéologique en économie et plus particulièrement en gestion. Cette évolution s'opère parallèlement au développement du capitalisme. En effet, la tragédie dite des communs intervient au cours des XVII<sup>e</sup> et XVIII<sup>e</sup> siècles en Angleterre. Ce phénomène correspond à la fin des terres cultivables accessibles par tous. C'est également le début du libéralisme. Cet événement est le fruit d'une nouvelle réflexion idéologique quant à l'allocation maximale des ressources. Il n'était pas jugé efficace d'allouer des biens disponibles à chacun. Ce changement s'effectue par la privatisation des terres communes. Cette révolution économique et culturelle a mené au plus grand désarroi des agents dépendants de ces communs. Elle s'exécute dans la jeune société capitaliste et est révélatrice de la volonté de privatisation de l'ensemble de la société. Le fondement de la société capitaliste prend sa source dans la quintessence du droit de propriété. Cela marque évidemment la fin ou du moins la non-considération des parties

prenantes à la vie économique. Cette idéologie persiste encore aujourd'hui et s'oppose à la notion de responsabilité environnementale, sociale et sociétale qui implique la prise en compte des parties non dépositaires d'un droit de propriété. Cette idée simple provient du constat que les biens à caractère privé sont plus rentables ou mieux gérés que les biens communs. Le théorème de Coase (1960)<sup>55</sup> constitue une base à cet état de fait. S'il y a initialement attribution des droits de propriété entre les participants aux marchés, le système d'équilibre général débouchera ex-post à l'allocation optimale des ressources. Ainsi, la mauvaise définition des droits de propriété serait à l'origine d'inefficacités, le travail réglementaire ne pouvant y remédier. Il n'est pas étonnant que la responsabilité et la gestion des externalités des entreprises se soit cantonnée à cette vision limitée du fait du nombre important d'acteurs à prendre en considération. Le modèle d'équilibre général de Arrow et Debreu (1954)<sup>56</sup> met en avant l'autorégulation du marché qui fonctionne comme un système complet. Cette théorie est souvent utilisée en économie politique libérale face aux formes de réglementation étatique et contre le système juridique.

Ces hypothèses s'opposent au travail de Pigou (1951)<sup>57</sup>. Dans ses travaux, l'auteur cherche à prendre en compte la question des externalités négatives des firmes. Il prône l'interventionnisme de l'État, afin de limiter les inégalités ex ante dues à la répartition inégale des droits. La taxation des agents responsables d'externalités négatives est nécessaire afin de subventionner les agents producteurs d'externalités positives. Cette approche s'est développée au moment où l'idéologie libérale acceptait l'inefficience du marché face aux externalités négatives. La théorie de Pigou s'inscrit bel et bien dans une volonté de rééquilibrage du rapport de force entre les détenteurs de propriétés et ceux qui la subissent. La réponse libérale face à cet interventionnisme étatique dans la gestion des externalités négatives est critiquée par Coase (1960). Pour ce dernier, il est impensable de laisser intervenir l'État dans le jeu du marché car cela modifierait la répartition des revenus. Pour Coase, la solution se trouve dans le marché. La distribution de droits de propriété relatifs aux biens publics (ou communs) sur le marché serait l'issue. C'est par exemple un droit à disposer d'un air pur revendable aux entreprises. Cette approche est analogue aux droits à polluer du marché carbone. Ainsi, le

---

<sup>55</sup> Coase, R. H. (1960). « The Problem of Social Cost ». *The journal of Law and Economics*, 56(4), Réed. 2013, pp.837-877.

<sup>56</sup> Arrow, K. J., Debreu, G. (1954). « Existence of an Equilibrium for a Competitive Economy ». *Econometrica*, 22(3), pp.265-290

<sup>57</sup> Pigou, A. C. (1951). « Some Aspects of Welfare Economics ». *American Economic Review*, 41(3), pp.287-315.

marché garde le monopole de la gestion des externalités. L'État retrouve pour sa part son rôle traditionnel de sécurité, de justice et est garant des droits de propriété.

Si l'idée des biens communs disparaît en même temps que naît le capitalisme, la gestion des externalités dans une perspective libérale pose des questions concernant les droits de propriété. La prise en compte des parties prenantes semble nécessaire, du fait qu'elles font partie intégrante du marché. Les politiques de RSE dans les entreprises se rapportent à la question des droits des parties.

### *b) Quelle légitimité ?*

La question de la gestion des externalités est primordiale en économie et en finance. Nous avons pu voir précédemment que l'exposé des externalités mène souvent à reconsidérer l'importance des agents victimes de celles-ci. Quelle est la légitimité de ces victimes faisant partie de l'univers des firmes ?

La propriété privée peut se démembrer sous trois formes, l'usus, le fructus et l'abusus. Les deux premiers sont relatifs à l'usufruit d'un bien. L'usus détenu par les managers et le fructus par les actionnaires sont constitutifs du conflit d'agence de Jensen et Meckling (1976)<sup>58</sup>. Si la théorie financière a solidement assimilé les tensions entre l'usus et le fructus, elle a cependant délaissé la question de l'abusus et de la place des parties prenantes. L'abusus correspond au droit d'abuser d'un bien, d'en disposer librement de façon juridique et matérielle. Ainsi, juridiquement le propriétaire dispose comme bon lui semble de son bien, c'est-à-dire de le vendre ou d'en faire don. En ce qui concerne le caractère matériel de l'abusus, le propriétaire peut affecter positivement ou négativement son bien sans obligation d'en conserver la substance. Cependant, ce droit à conserver ou non la substance du bien peut être limité par une raison d'intérêt public. Les actes nuisibles à l'environnement peuvent par exemple être limités ou sujets à réparation. La jouissance de l'abusus est sujette à contrôle au sein des règles et des bornes de l'intérêt public. La légitimité des parties prenantes d'un bien peut être liée à cette notion d'abusus et de la correcte utilisation d'un bien.

La subjectivité du caractère positif ou négatif d'une modification de la substance est déterminée par les idéologies sociales et politiques de nos sociétés. Si la question de

---

<sup>58</sup> Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). « Theory of the Firm : Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure ». *Journal of Financial Economics*. 3(4), pp.305-360.

l'environnement n'était pas primordiale dans les années 1950 - 1960, elle est aujourd'hui prépondérante. Les grands groupes énergétiques qui exploitent des ressources publiques sont soumis à de nombreuses pressions. Les catastrophes écologiques mènent dans certains cas à remettre en cause les droits de propriété des firmes. De même, le travail des enfants était coutumier au siècle d'Owen, il est savamment condamné aujourd'hui, à l'image de la firme Nike qui a dû se transformer dans les années 1990 suite à la pression des parties prenantes du fait de son recours à de la main d'œuvre d'enfants dans ses usines en Asie. Enfin, d'un point de vue sociétal, la remise en question des entreprises de tabac, jeux et alcool, comme des « sin stocks » est l'expression des volontés propres à chaque société.

L'unité économique que représentent les firmes est également une unité sociale fondamentale. Les entreprises sont le reflet de la société, car constituées des agents qui la composent. Cet état de fait est d'autant plus probant aujourd'hui qu'il s'est opéré au cours des dernières décennies un déplacement de la souveraineté entre les organisations publiques et privées. Mercier (2006)<sup>59</sup> souligne le déplacement des souverainetés traditionnelles vers de nouvelles formes de « légitimité institutionnelle ». Les entreprises sont des systèmes sociaux et techniques où les parties prenantes ont un rôle déterminant. En effet, si l'État n'est plus le garant des politiques économiques, les agents peuvent toujours avoir un impact au travers de leurs politiques d'achat. L'achat devient un vote dans une « *Démocratie industrielle* » (Mercier, 2006).

Néanmoins, au sein de cette nouvelle démocratie, il n'existe pas d'équivalence entre le risque que subi l'actionnaire et le risque également subi par les parties prenantes. Ces dernières viennent en contrepoint du « propriétaireisme » de la catégorie actionnaire. La notion de risque pour les parties prenantes va de pair avec la question du droit d'abus des propriétaires. L'intérêt public est déterminé par le risque que la société subit suite aux choix stratégiques des entreprises. Selon Shiller (2000), il est nécessaire de partager les limites de la croissance. La limitation des émissions de gaz à effet de serre doit être contiguë avec le développement du monde industriel. De plus, une baisse du marché boursier ne constitue pas une simple modification de la valeur papier des biens, mais une distribution inégale et inéquitable des pertes de cette baisse. « *En 2010, aux États-Unis les bénéficiaires après impôts étaient de 12 % [...] Il est difficile qu'une si grande portion du PIB aille aux entreprises sans*

---

<sup>59</sup> Mercier, S. (2006). « *La Théorie des Parties Prenantes : Une Synthèse de la Littérature* ». Dans M. Bonnafous-Boucher., & Pesqueux, Y. (dir), « Décider avec les Parties Prenantes ». Paris : La Découverte. p.159.

*créer une animosité populaire* » (Shiller, 2000, p.262)<sup>60</sup>. L'apparition d'un tel ressentiment contre le monde des affaires a mis un terme à la période faste de la « *communauté d'intérêt* » de 1901. « *Que les entrepreneurs fassent des affaires, qu'ils usent des ressources naturelles qu'ils le possèdent, en échange de quoi ils ont des obligations éthiques envers chaque membre de la société* » Donaldson et Dunfee (1995)<sup>61</sup>.

L'exposition des parties prenantes aux risques de leur organisation est déterminante dans la construction de leur légitimité et du droit auquel elles peuvent prétendre. Rawls (1971)<sup>62</sup> différencie le droit juridique du droit éthique. En effet, il est difficile de déterminer la valeur de certaines ressources, étant donné l'inexistence d'un marché capable de déterminer un prix pour chaque bien. Il peut être nécessaire de réintroduire le principe des ressources non valorisées. Cette idée nécessite de déterminer l'exposition aux risques définie par une multitude de paramètres :

- Quelle est la nature de la ressource ? Cette différenciation entraîne une modification de l'exposition aux risques des agents.
- Quels sont les droits juridiques que peuvent revendiquer les parties prenantes ?
- Quel est le rapport de force ou la nature du contrat établi ?
- Combien de temps cette ressource va-t-elle être utilisée ?
- Quel est l'environnement économique et social du détenteur de la ressource ?
- Quel est le niveau d'aversion aux risques des parties prenantes ?
- Quels niveaux de liberté ont les parties prenantes dans l'implication de l'utilisation des ressources ?
- Quelle reconnaissance de l'exposition au risque peut-on porter aux parties prenantes ?

Ainsi, la valeur légitime du droit de chaque partie prenante se résume en une équation reprenant la valeur des ressources en question et le risque supporté par les parties prenantes :

---

<sup>60</sup> Shiller, R. J. (2000). « *Exubérance Irrationnelle* ». Paris : Valor Edition. p.262.

<sup>61</sup> Donaldson. T., & Dunfee. T. W., (1995). « Contractarian Business Ethics : Current Status and Next Steps ». *Business Ethics Quarterly*, 5(2). pp.173-186.

<sup>62</sup> Rawls, J. (1971). « *A Theory of Justice* ». Cambridge, Mass : The Belknap Press of Harvard University Press. p.607.

$$V_{\text{exposé au risque}} = V_{\text{ressource}} \times F(\text{risque pp})$$

Pigé (2010)<sup>63</sup>

Cependant, ce droit éthique ou droit légitime des parties prenantes n'est pas protégé par le droit juridique. Il n'est pas non plus échangeable. Il est constitutif d'une forte zone d'incertitude. Il est nécessaire pour ces agents de se constituer en groupes afin d'acquérir une légitimité plus importante. Le droit éthique peut être également lié à la nature juridique des firmes. En effet, l'existence d'une personnalité morale des entreprises implique que les actifs n'appartiennent pas à leurs actionnaires, mais à la firme en tant qu'entité à part entière. Le dirigeant devrait avoir une conscience pour l'ensemble de la firme et non seulement se limiter à l'actionnaire. Le problème central de cette approche des parties prenantes est la considération de la création de la valeur. Dans nos économies, la valeur est déterminée par la valeur ajoutée, créée par les entreprises lors de leurs processus de transformation. Les principaux dilemmes viennent de cette répartition de la valeur et de la question de la juste répartition. En finance, la valeur est définie par la rentabilité des capitaux investis dans l'entreprise relativement aux coûts d'opportunités. Dans cette configuration, une amélioration de la rémunération du facteur travail relativement au facteur capital est considérée comme une diminution de la valeur et non comme une modification du partage.

## 2. De la théorie d'agence à la théorie des parties prenantes

La notion de responsabilité est consécutive aux conflits d'intérêt engendrés par les droits de propriété et les externalités qui s'en dégagent. Les agents qui gravitent au sein et à proximité de la firme se forment en différents groupes d'intérêt. En science financière, le conflit majeur provient de la relation entre les actionnaires et les dirigeants, cette relation a été abondamment traitée. L'apparition de la théorie d'agence justifie l'existence de conflits d'intérêt. Cependant, la notion de responsabilité traitée ici est plus générale et ne concerne pas uniquement la responsabilité qu'auraient les dirigeants vis-à-vis de leurs actionnaires, mais également la responsabilité envers le reste des parties prenantes liées à la vie économique de l'entreprise.

---

<sup>63</sup> Pigé, B. (2000). *op cit.* p.78.

### a) *La théorie d'agence*

La théorie d'agence est un point majeur dans la compréhension des conflits d'intérêt au sein des firmes. Les agents cherchent à réaliser des objectifs qui leurs sont propres. Ces objectifs peuvent rentrer en opposition avec ceux des autres parties. La dilution du capital ainsi que la nécessité de donner une ligne directrice au sein des firmes pousse les actionnaires, détenteurs de l'usufruit à transférer leurs droits d'usus auprès de dirigeants travaillant en leurs noms. Cette séparation entre propriétaires et dirigeants aboutit à de nombreux conflits d'intérêt. En effet, Fischer (1930) considère que, sous certaines conditions, la préférence des actionnaires peut se résumer à la simple maximisation de la valeur de marché des entreprises. Cependant, les dirigeants peuvent mettre en place des stratégies pouvant aller à l'encontre de la maximisation des intérêts de l'actionnariat.

L'approche par les « *nœuds de contrats* » (Berle et Means, 1934)<sup>64</sup>, explique la naissance de conflits au sein des firmes. En effet, les entreprises sont caractérisées par une multitude de contrats reliant les agents entre eux. Ces relations sont désignées sous le terme de « *relations d'agence* » par Jensen et Meckling (1976)<sup>65</sup>. Cette relation lie ainsi un agent principal qui engage un autre afin d'exécuter en son nom une tâche impliquant la délégation d'une partie du pouvoir de décision à cet agent. La firme n'a pas d'existence réelle et ne représente qu'un ensemble de contrats bilatéraux entre les agents. Cependant, les contrats sont soumis à l'incomplétude. La rationalité limitée des contractants ne leur permet pas d'appréhender parfaitement l'avenir (Williamson, 1996)<sup>66</sup>. Le contrat peut ne pas satisfaire à ses exigences initiales. L'incomplétude des contrats fait apparaître des coûts dénommés « *coûts d'agence* » subis par les actionnaires (Jensen et Meckling, 1976). Ces coûts se définissent comme la différence entre l'efficacité observée et l'efficacité maximale. Les travaux en science financière se sont afférés à expliquer le rapport de force au sein du contrat opposant les dirigeants et les actionnaires.

Arladan (2008), classifie trois grandes sources de conflits d'intérêt conceptualisées au travers d'une vision financière s'inscrivant dans le fonctionnaliste positiviste. Tout d'abord, il existe un risque d'enracinement des dirigeants. La volonté du dirigeant de garder sa place au

---

<sup>64</sup> Berle, A. A., Means, G. C. (1934). « Economics Law and Planned Business : The Modern Corporation and Private Property ». *Public Administration*, 12(2), pp.191-212.

<sup>65</sup> Jensen, M. C., Merckling, W. H. (1976). « Theory of the Firm : Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure ». *Journal of Financial Economics*, 3(4), pp.305-360.

<sup>66</sup> Williamson, O. E. (1996). « Transaction Cost Economics and the Carnegie Connection ». *Journal of Economic Behavior & Organization*, 31, pp.149-155.

sein de la firme peut conduire à des stratégies inefficaces. De même, les dirigeants peuvent chercher à prendre des décisions d'investissement trop risquées vis-à-vis des actionnaires. En effet, la volonté de se mettre en avant ou le goût du risque fait peser sur les actionnaires un risque non négligeable de perte de valeur. Enfin, il peut exister des désaccords dans l'utilisation des *free cash-flows*. En définitive, ces inadéquations peuvent engendrer des coûts pour les actionnaires. Ces coûts d'agence se révèlent onéreux. Ils correspondent à des coûts d'opportunité engendrés par une stratégie ne maximisant pas l'unique intérêt des actionnaires. De ce fait, il est nécessaire pour les actionnaires d'effectuer une surveillance ou de mettre en place des incitations à faire coïncider les intérêts des actionnaires avec celui des dirigeants (stock option, rémunération sur le résultat).

Ainsi, la théorie d'agence est marquée par les enjeux que génèrent la constitution et l'application des droits de propriété. Si cette théorie est aujourd'hui formellement modélisée et reconnue par la science financière, elle n'est pas exempte de certaines limites. La première correspond à l'inexistence de la firme comme organisation à part entière. La firme est démembrée au profit d'une structure de nœud de contrat. Cette approche nie l'existence de l'organisation en tant que personnalité morale. De plus, les entreprises sont organisées au travers de différentes strates hiérarchiques qui régissent les liens entre les individus. Ces liens de subordination ne sont pas forcément régis par un contrat mais indirectement liés au contrat de l'individu et de l'entité qu'est la firme.

Les rapports économiques entre agents ne peuvent être uniquement conçus comme une transaction libre, assimilable à un rapport de marché, sous peine de dénaturer la dimension éthique et sociale de la firme. D'autre part, la relation d'agence ne s'intéresse qu'à deux agents de la firme, actionnaires et gestionnaires. Pourtant, l'entreprise dispose d'une multitude de contrats liant une multitude d'agents indispensables au fonctionnement de la firme. On ne peut pas considérer la théorie d'agence comme une fin en soi car elle laisse de côté les autres créanciers résiduels représentés par les parties prenantes. Or, ces dernières peuvent subir les externalités des firmes. Elles peuvent également faire courir un risque de perte de valeur non négligeable aux actionnaires. Enfin, la notion de contrat limite le lien entre agents à une simple relation bilatérale. Les comportements psychosociologiques des agents ne peuvent être appréhendés au travers d'une simple relation contractuelle. Dans les faits, les liens sont beaucoup plus complexes et peuvent mener à des irrationalités du point de vue contractuel.

## b) *La théorie des parties prenantes*

La firme ne se résume pas à la seule liaison bilatérale entre actionnaires et dirigeants. Elle est composée d'une pluralité d'agents gravitant à l'intérieur et à l'extérieur de l'organisation. L'approche par les parties prenantes cherche à intégrer l'ensemble des agents indispensables à l'activité économique. Ces parties prenantes sont liées à l'entreprise de par les externalités négatives et positives qu'elles subissent mais également par les possibles pressions qu'elles peuvent exercer sur la firme. Cette nouvelle perspective prend en compte les possibles risques additionnels quant à la performance financière. Ce risque peut se manifester à la suite d'épisodes écologiques, sociaux et sociétaux jugés négatifs par les parties prenantes. Les pertes de valeur sont parfois brutales et peuvent annihiler les efforts consentis depuis plusieurs mois par l'entreprise. La marée noire provoquée par British Petroleum dans le golfe du Mexique en avril 2010 ou encore le scandale Volkswagen en juillet 2015 ont fait chuter drastiquement la valeur boursière de ces firmes. D'autre part, les investisseurs peuvent préférer des firmes réputées responsables. Des coûts d'opportunités apparaissent, obligeant les firmes à proposer une rentabilité des capitaux investis supérieure à la moyenne du marché. C'est effectivement le cas pour les « *sin stocks* » qui offrent une meilleure rentabilité, afin de compenser les risques inhérents à leurs activités. Le coût n'est pas nul pour les entreprises non-responsables qui doivent compenser leur niveau de risque.

Il existe une multitude d'agents susceptibles d'impacter négativement ou positivement la valeur de la firme. Les actionnaires sont bien évidemment les premiers à exercer une influence directe sur la firme. Le comportement et la composition de l'actionnariat de l'entreprise évoluent sur le long terme, ce qui peut bouleverser la politique de l'entreprise. Les fonds éthiques<sup>67</sup>, abordant une stratégie de « *Best in class* »<sup>68</sup>, influencent les décisions stratégiques de l'entreprise lorsqu'ils se constituent en actionnaire principal. L'importance grandissante des agences de notations responsables peut aussi modifier le choix stratégique des actionnaires. Les parties prenantes institutionnelles, comme l'État ou les accords internationaux ont une place de choix du fait de leur pouvoir réglementaire qui peut affecter les règles du marché. Ces nouvelles dispositions peuvent être très coûteuses pour les firmes

---

<sup>67</sup> Il existe une abondance de Fonds ISR spécialisé dans l'investissement dit socialement responsable comme par exemple 'Amundi Actions USA ISR ; Candriam Sustainable North America » par exemple. L'agence Novethics liste un certain nombre de fonds ISR qu'elle labélise.

<sup>68</sup> La stratégie Best in class consiste à sélectionner les entreprises les mieux notées sur des critères responsables. Le niveau de responsabilité est déterminé par l'intermédiaire d'un ensemble divers de sources comme les agences de notation responsable, les ONG, les analyses internes, la veille responsable et les brokers.

n'ayant pas anticipé ces évolutions. Les ONG peuvent également influencer le processus législatif ainsi que l'opinion publique au travers de campagnes publicitaires, de pétitions et de lobbying auprès des politiques. Enfin, la mutation de groupes de citoyens en groupes d'action est susceptible de contrer les plans d'expansion des entreprises. Les syndicats et associations ont un impact non négligeable sur l'activité économique des entreprises. À la différence des ONG, leurs actions se portent principalement sur le théâtre national, concomitant aux particularités sociales et sociétales du pays en question. Négliger leur importance peut mener à écorcher l'image et la performance de la firme. Enfin, les consommateurs et les salariés sont capables d'exercer des pressions fortes sur une firme jugée déloyale auprès de ses collaborateurs. L'émergence d'une conscience collective forgée au fil des années aura pour effet d'accroître les pressions que subit la firme. Hirschman (1970)<sup>69</sup> a analysé le comportement de l'individu confronté à la détérioration du service rendu par sa communauté. Celui-ci peut adopter trois comportements distincts. La sortie, privant alors l'organisation du capital humain pouvant se révéler essentiel à l'avenir. La contestation lorsque l'individu ne peut aisément se détourner du service. Cette action engendre des litiges et poursuites, en vue d'un changement au sein de l'organisation. Enfin, un caractère spécial des agents assimilable à la « loyauté » aura un impact sur le niveau de contestation et de sortie au sein de l'organisation. La contestation augmentera en fonction du niveau de loyauté des agents et repoussera la décision de sortie selon Hirschman (1970).

Ainsi, la performance financière des firmes peut être impactée négativement par un ensemble divers d'agents. Il se révèle nécessaire pour les actionnaires de prendre en compte ces agents afin de limiter les risques. Si la théorie d'agence se cantonne à une idéologie très proche d'une vision néoclassique de la firme, c'est-à-dire une entreprise déstructurée et construite sur la base de contrats bilatéraux, la théorie des parties prenantes cherche à complexifier l'entreprise et réaffirme son caractère social afin de la faire concorder à sa sphère économique. Cette théorie a pour but de proposer un nouveau contrat social dans la lignée d'une recherche de maximisation de la valeur entrepreneuriale.

« *The social responsibility of business is to increase its profits* » Freeman (1970)<sup>70</sup>. Cette citation recentre la responsabilité et l'éthique comme la seule interaction entre actionnaires et dirigeants. La théorie d'agence serait suffisante afin de maximiser la valeur

---

<sup>69</sup> Hirschman, A. O. (1977). « *Exit, Voice and Loyalty : Responses to Decline in Firms, Organizations, and States* ». Cambridge : Harvard University Press. p.77.

<sup>70</sup> Citation de Friedman issue du *New York Times*, 13 septembre 1970.

financière. La rémunération étant proportionnelle au risque résiduel supporté par les actionnaires, risque nécessaire dans le respect des contrats avec les parties prenantes. Le capital apporté par les actionnaires est la seule ressource n'octroyant pas un droit systématique à rémunération mais permet d'obtenir les surplus de rentabilité. Néanmoins, le risque résiduel est un risque de court terme de par la faculté des actionnaires à modifier les contrats de long terme de l'organisation. Cette possibilité met en porte-à-faux l'axiome de Friedman. En effet, la bonne santé financière des apporteurs de capitaux ne contribue pas inévitablement au transfert des profits auprès des parties prenantes. Les modifications des contrats de long terme vont peser sur la prise en compte des parties prenantes car ces modifications sont souvent en défaveur des perspectives sociales, environnementales et sociétales de l'entreprise. Les actionnaires subissent le court terme mais les stratégies de moyen et long terme sont subies par les parties prenantes (*stakeholder*). L'entreprise s'efforce de construire dans la société et non seulement sur le marché (Martinet et Reynaud, 2015)<sup>71</sup>. L'actionnaire de la firme globalisée n'est plus le seul créancier résiduel, l'État et le citoyen le deviennent également.

Au même titre qu'il peut exister des conflits d'intérêt entre actionnaires et dirigeants, des conflits existent avec l'ensemble des parties prenantes. Il est nécessaire de créer une éthique de la discussion (Habermas 1991). Elle consiste en la création d'un espace de parole. La firme doit être considérée comme un lieu de production économique et également de relation sociale. Dans une approche normative, la prise en compte des conflits sociaux au sein d'une organisation permet de générer la discussion et la négociation et de développer la dimension du jeu collectif. La confrontation génère de la valeur, et celle-ci appelée « valeur partenariale » (Charreaux et Wirtz, 2006)<sup>72</sup>, est fondamentale car elle redéfinit l'organisation. Elle constitue une part du *goodwill* de l'entreprise lors du calcul de sa valeur comptable. Le simple contrat reste une relation bilatérale limitée dans ses effets.

La théorie des parties prenantes a comme objectif de généraliser la théorie d'agence à l'ensemble des agents de l'organisation. Cependant, cette théorie s'en éloigne car elle tente de bâtir un nouveau contrat social, à l'encontre de la théorie d'agence qui se base sur le contrat

---

<sup>71</sup> Martinet, A. C., Reynaud, E. (2015). « Shareholder, Stakeholders and Stratégie ». *Revue Française de Gestion*, 41(253), p.300.

<sup>72</sup> Charreaux, G., Wirtz, P. (2006). « *Gouvernance des Entreprises : Nouvelles Perspectives* ». Paris : Economica. pp.23-47.

entre individus (Hill et Jones, 1992)<sup>73</sup>. Les dirigeants ne sont plus à l'unique service des actionnaires, à l'instar de la théorie d'agence, mais au service de l'organisation et donc de l'ensemble des parties prenantes. L'organisation n'est pas considérée comme un nœud de contrats individuels mais comme un ensemble d'individus porteurs d'enjeux collectifs. Dans la volonté d'obtenir un consensus, il est préférable d'utiliser l'assemblée afin de satisfaire le plus grand nombre (Unerman et Bennett, 2004)<sup>74</sup>. La recherche d'un nouveau contrat social à la Rousseau a pour finalité l'amélioration de la valeur de l'entreprise. Ce contrat social entre parties prenantes et entreprises n'a pas pour objet d'aboutir à la démocratie d'entreprise mais à la recherche d'une garantie de viabilité de la coalition, afin de favoriser la création de richesse. Sur le long terme, la théorie des parties prenantes se traduit par des perspectives pro-actionnaires par la stabilité et la pérennité qu'elle apporte à l'organisation.

Plusieurs entreprises ont réussi à prendre le pas stratégique de la responsabilité, à l'image de Toyota par exemple. L'entreprise a su satisfaire le maximum de parties prenantes au travers d'une certaine sécurité de l'emploi pour ses salariés, d'une fiabilité reconnue par ses clients et de l'implantation de chaînes de production dans divers pays à des fins commerciales. Cette stratégie a un impact positif sur la valeur actionnariale de la firme. Cela lui a permis de rester numéro un sur son marché. Dans le contexte où le dirigeant n'est plus au service exclusif de l'actionnaire, il va indirectement servir sa cause par l'apport de longévité et de stabilité à l'entreprise.

L'approche par les parties prenantes a été considérée pendant longtemps comme un modèle opératoire, « management du management » (Perez 2003). Elle est dorénavant vue comme une stratégie d'entreprise relevant également du domaine financier. Cette théorie réconcilie la stratégie et l'éthique. La théorie des parties prenantes a pour but de créer de la valeur partagée (Porter et Kramer, 2006)<sup>75</sup>. L'approche instrumentale-positiviste rappelle le succès des entreprises qui capitalisent sur leurs clients sans en oublier l'intérêt final pour l'actionnaire. « *Les risques liés à la responsabilité sociale, environnementale et sociétale incombent à la fonction dirigeante. Ils ne sont ni transférables ni assurables. S'ils sont bien*

---

<sup>73</sup> Hill, C. W., Jones, T. M. (1992). « Stakeholder Agency Theory ». *Journal of Management Studies*, 29(2), pp.131-154.

<sup>74</sup> Unerman, J., Bennett, M. (2004). « Increased Stakeholder Dialogue and the Internet : Towards Greater Corporate Accountability or Reinforcing Capitalist Hegemony ? ». *Accounting, Organizations and Society*, 29(7), p.694.

<sup>75</sup> Porter, M. E., Kramer, M. R. (2006). « Strategy and Society : The Link Between Competitive Advantage and Corporate Social Responsibility ». *Harvard Business Review*, 84(12), p.84.

*maîtrisés, ils peuvent devenir sources de performance* » (VIGEO.)<sup>76</sup> La responsabilité sociale, environnementale et sociétale nous permet de replacer l'humain au sein de l'entreprise et aboutit à la reconstruction d'un tout. Afin de parfaire à l'exigence de rentabilité, il est toutefois nécessaire de déterminer les bornes de la responsabilité pour les firmes, ainsi que définir l'ensemble des parties prenantes à considérer.

### 3. Le spectre de la RSE

#### a) Les définitions de la RSE

L'émergence de la théorie des parties prenantes a conduit le monde économique à établir un acronyme général « RSE ». Ce terme est l'expression du niveau de développement du caractère éthique et responsable des firmes envers les agents. Le concept de « RSE » est une notion anglo-saxonne qui s'est développée dans la science économique et financière. Elle a su également entrer au cœur des stratégies d'entreprise. Cette conception n'apparaît que tardivement dans l'histoire économique. En effet, elle fait suite aux premières littératures développées dans les années 1960, dans « *Social Responsibilities of the Businessman* » de Bowen (1953) ou encore « *The responsible corporation* » de Goyder (1961). La RSE va indirectement faire sa place dans les esprits et commencer à se modeler. De multiples définitions sont venues éclairer l'étendue de cette nouvelle notion entre les années 1960 et aujourd'hui.

La naissance de la responsabilité date du rapport Brundtland, rédigé en 1987 au sein de la Commission mondiale sur l'Environnement et du Développement des Nations Unies. Intitulé « *Our common Future* », ce rapport fait apparaître le terme « *sustainable development* ». Il sera utilisé en tant que fondement au Sommet de la Terre de 1992. Le « développement durable » est défini comme la nécessité de « *répondre aux besoins présents sans compromettre la capacité pour les générations futures de satisfaire les leurs* ».

L'Union européenne précise la notion de développement durable et de la responsabilité sociale et environnementale au sein du monde économique. Le 18 juillet 2001, la commission européenne a publié un « Livre vert » définissant la RSE comme une « *Intégration volontaire des préoccupations sociales et économiques des entreprises à leurs*

---

<sup>76</sup> [www.vigeo.com/csr-rating-agency/fr/312-2-1-qu-est-ce-que-la-rse](http://www.vigeo.com/csr-rating-agency/fr/312-2-1-qu-est-ce-que-la-rse) consulté le 03-12-2015

*activités commerciales et leurs relations avec toutes leurs parties prenantes internes et externes et ce afin de satisfaire pleinement aux obligations juridiques applicables et investir dans le capital humain et environnemental* » (p8). Par la suite, des communications ont réajusté la définition de la RSE dans le cadre « *d'un moyen d'accomplissement de la stratégie de croissance* ». La RSE se transforme et se résume à « *la responsabilité des entreprises vis-à-vis des effets qu'elles exercent sur la société* ». Cette définition se base sur les champs reconnus par les normes internationales telles qu'ISO 26000 par exemple.

Au sein du rapport de 2001, nommé « *Responsabilité des entreprises, initiatives privées et objectifs publics* », l'OCDE a qualifié la RSE comme « *la recherche d'une adéquation efficace entre les entreprises et le corps social dans lequel elles opèrent. Cette adéquation marque la dépendance mutuelle de l'entreprise et du corps social. Un secteur d'entreprises ne saurait prospérer si le corps social dans lequel il opère est défaillant et à l'inverse, un secteur d'entreprises défaillant porte préjudice au bien-être général. La notion de responsabilité des entreprises renvoie aux initiatives prises par les entreprises pour nourrir et renforcer cette relation symbiotique* » (p.7). L'organisation rappelle que la fonction première des firmes, à savoir leur responsabilité principale, est de mettre à profit les investissements dans l'intérêt des apporteurs de capitaux.

L'organisme Novethic, qui élit chaque année les fonds d'investissements qualifiés de socialement responsables, caractérise la RSE comme « *contributive à la performance économique des entreprises par sa capacité à identifier et prévenir les risques auxquels elle est le plus exposée et de concevoir les produits et d'adopter des modes de préoccupions adaptés aux évolutions fortes et rapides de son marché* »<sup>77</sup>. La RSE concerne ici des sujets variés dont le poids est déterminé par le secteur et l'implantation géographique de la firme. Enfin, l'organisme de notation responsable – VIGEO - précise la RSE « *comme un engagement managérial à prendre en compte les droits, les intérêts et les attentes de ses parties prenantes et à en rendre compte dans une perspective d'amélioration continue de sa performance globale* »<sup>78</sup>. Elle précise en outre l'impact des facteurs responsable sur l'altération de la réputation, du développement et de l'attractivité des firmes sur le marché.

---

<sup>77</sup> [www.novethic.fr/isr-et-rse/comprendre-la-rse/definitions-et-objectifs](http://www.novethic.fr/isr-et-rse/comprendre-la-rse/definitions-et-objectifs) consulté le 03-12-2015

<sup>78</sup> [www.vigeo.com/csr-rating-agency/fr/312-2-1-qu-est-ce-que-la-rse](http://www.vigeo.com/csr-rating-agency/fr/312-2-1-qu-est-ce-que-la-rse) consulté le 03-12-2015

Au sein de la communauté scientifique, les travaux de Carroll (1979), Wood (1991)<sup>79</sup> sont les premiers à conceptualiser une première définition de la responsabilité. Carroll (1979)<sup>80</sup> distingue quatre éléments constitutifs de la responsabilité des firmes : la responsabilité économique, qui nécessite de vendre et produire des biens rentables afin de pérenniser l'activité de l'entreprise, une responsabilité juridique, qui oblige les firmes à suivre les lois en vigueur, une responsabilité éthique, liée aux normes non codifiées mais qui sont attendues dans l'exercice d'une activité économique, sous peine de détériorer leur place sur le marché et enfin, une responsabilité discrétionnaire, n'étant liée ni à une obligation légale ni même à une norme mais issue d'une volonté d'aller au-delà des attentes du marché. Cet acte s'apparente à des actions d'ordre philanthropique. Ces quatre aspects ne se cumulent ni ne s'additionnent selon Carroll (1979).

Par la suite, Wood (1991) prolonge les idées de Carroll et les enrichit des approches de Preston et Post (1974)<sup>81</sup> sur la notion de responsabilité publique et de celle de Sethi (1979)<sup>82</sup> concernant la classification des firmes comme réactives ou défensives. Ainsi, la responsabilité est conceptualisée sous trois principes : le principe de légitimité qui octroie un pouvoir de licéité issue de la société envers les entreprises, le principe de responsabilité publique lié aux externalités des activités économiques sur la société civile, enfin, le principe de justice managériale qui attribue une place d'acteur moral aux managers. Pour McWilliams et Siegel (2001)<sup>83</sup>, la RSE comprend des actions qui semblent faire avancer le bien collectif, au-delà des intérêts de l'entreprise et de ce que la loi exige.

La Responsabilité sociale et environnementale (RSE) s'est intégrée au sein du langage économique et politique. La notion de responsabilité a su se propager des théories aux réalités stratégiques des firmes. En certains points, la RSE se réfère aux préceptes du « développement durable ». Nous pouvons faire référence au principe de la « *Triple Bottom Line* » (TBL) qui consiste à prendre en considération non seulement le résultat financier mais aussi le bilan social et environnemental de la firme. Ces principes ont pour but de développer

---

<sup>79</sup> Wood, D. J. (1991). « Corporate Social Performance Revisited ». *Academy of Management Review*, 16(4), pp.691-718.

<sup>80</sup> Carroll, A. B. (1979). « A Three-Dimensional Conceptual Model of Corporate Performance ». *The Academy of Management Review*, 4(4), p.500.

<sup>81</sup> Preston, L. E., Post, J. E. (1974). « Corporate Responsibility and Performance Reporting ». *Academy of Management Proceedings*, p.71.

<sup>82</sup> Sethi, S. P. (1979). « A Conceptual Framework for Environmental Analysis of Social Issues and Evaluation of Business Response Patterns ». *Academy of Management Review*, 4, pp.63-74.

<sup>83</sup> McWilliams, A., Siegel, D. (2001). « Corporate Social Responsibility: A Theory of the Firm Perspective ». *Academy of Management Review*, 26(1), pp.117-127.

durablement l'entreprise, relativement à sa rentabilité (profit), son écosystème (planète) et ses parties prenantes. Ainsi, les multiples approches et définitions confirment l'objectif multiple de la RSE. Le premier est bien évidemment l'augmentation de la performance financière et économique de la firme. Cependant, cet objectif s'incorpore dans la durée, dans une stratégie de long terme nécessaire pour pérenniser l'activité de l'entreprise.

La RSE répond aux préoccupations environnementales et sociales. Nous faisons le choix d'ajouter un volet sociétal à notre approche de la RSE. En effet, au fil des définitions, l'importance de la société dans laquelle évolue l'entreprise détermine également les responsabilités de l'entreprise. La RSE est la responsabilité sociale, environnementale et sociétale des firmes. Son objectif consiste à l'amélioration sur le long terme de la performance économique de l'entreprise. Le développement de la performance dite « responsable » au sein des firmes sert les objectifs propres à chaque entreprise. La RSE est une conception particulière de par ses frontières floues. Cette nébuleuse en fait sa force du fait de la facilité de sa mise en place et de son intégration dans le langage économique.

En effet, la RSE se situe au carrefour de trois axes. Tout d'abord, elle soutient le principe d'autorégulation libérale. La RSE postule le respect de l'autonomie de l'entreprise de par son caractère de « *soft law* ». Cette notion de « droit souple » existe déjà préalablement dans le droit international des années 1930 et complète les possibles absences de normes. Son caractère non contraignant répond aux exigences libérales et correspond à la métaphore d'une main invisible bénéfique. Le marché est ainsi la seule instance jugeant la nécessité et la qualité des politiques RSE d'une entreprise. La RSE va également appuyer la régulation étatique. La création de normes indirectes et la mise en place de rapports responsables dans certains pays vont répondre aux besoins de transparence des firmes. Les États obtiennent un droit de regard sur les agissements des entreprises, sans pour autant faire appel aux processus législatifs. Enfin, la RSE répond à la recherche d'un nouveau contrat social au sein du monde économique. La reconsidération des parties prenantes assure la viabilité et la stabilité sur le long terme des institutions, des entreprises et du modèle social, environnemental et sociétal. Ce nouveau contrat se crée au-delà des obligations et contraintes. Il est défini comme un processus naturel.

L'humain incarne le marché et modifie le comportement des firmes par l'impact qu'il peut avoir sur l'offre et la demande. La RSE implique une vision élargie de la gouvernance. En répondant à ces trois axes, la RSE pourrait contribuer au paradigme de rationalité

multidimensionnelle étendue. Comme pouvait le rappeler Ford (1920) « *L'entreprise doit faire des profits, sinon elle mourra. Mais si l'on tente de faire fonctionner une entreprise uniquement sur le profit, alors elle mourra aussi car elle n'aura plus de raison d'être* ». La RSE est l'expression actuelle de la nécessité des firmes de pérenniser leurs activités dans notre économie moderne. Si les trois axes auxquels répond la RSE en font sa force et la raison de sa considération, ils sont aussi à l'origine des critiques. Il est nécessaire de s'interroger sur le statut de transparence, de sincérité et d'authenticité de la RSE. Au travers du marché et des réactions financières qui en découlent, la science financière détient les clefs pour répondre aux questions que pose la responsabilité.

### *b) Choix, pouvoir et exposition des parties prenantes*

Nous avons d'ores et déjà défini le concept de responsabilité sociale, environnementale et sociétale. Les définitions sur cette notion restent vastes. Il est nécessaire de déterminer au mieux les parties prenantes et quels critères sont à prendre en considération dans l'analyse des parties prenantes et de la performance financière. L'organisme Novethic suppose que les entreprises précisent leurs stratégies en tenant compte de leurs parties prenantes. Ces dernières sont les pierres angulaires de la notion de responsabilité. Le choix et le spectre de celles-ci dépendent de l'importance accordée par les scientifiques et les entreprises aux catégories d'agents. Si Friedman estimait que la responsabilité ne devait avoir que la seule considération des actionnaires, les générations futures peuvent également être inhérentes aux parties prenantes essentielles.

La notion des parties prenantes ou *stakeholder* a été popularisée par Freeman et Reed (1983)<sup>84</sup>. Considéré comme l'un des pères de la théorie, Freeman tient pour socle cinq parties prenantes principales : les actionnaires, les employés, les fournisseurs, les consommateurs et la communauté. Les parties prenantes se définissent comme des groupes indispensables à l'entreprise « parties intéressées » (Benseddik, 2006)<sup>85</sup>, ou encore comme les « ayants droit » (Mercier, 1997)<sup>86</sup>. Clarkson (1995)<sup>87</sup> considère les *stakeholders* comme des groupes ayant ou réclamant des droits ou intérêts dans l'entreprise, dans ses activités passées, récentes ou

---

<sup>84</sup> Freeman, R. E., Reed, D. L. (1983). « Stockholders and Stakeholders : A New Perspective on Corporate Governance ». *California Management Review*, 25(3), pp.88-106.

<sup>85</sup> Benseddik, F. (2006). « Décider avec les Parties Prenantes ». Chap.V « Démoraliser la Responsabilité Sociale ». Paris : La Découverte. pp.91-105

<sup>86</sup> Mercier, C. (1997) « Participation in Stakeholder-Based Evaluation : A Case Study ». *Elsevier*. pp.497-475.

<sup>87</sup> Clarkson, M. B. E. (1995). « A Stakeholder Framework for Analyzing and Evaluating Corporate Social Performance ». *The Academy of Management Review*, 20(1), p.106.

futures. Ils sont les détenteurs d'une ressource utilisée ou consommée par l'organisation, sans qu'il n'existe de formalisme contractuel (ressources en eau, air ou terre par exemple). Clarkson incorpore dans la notion de parties prenantes les actionnaires, les salariés, les clients et les fournisseurs. Il élargit également la notion à la communauté publique, locale, nationale ou internationale. Il considère également les acteurs exclus du fait d'un poids trop faible. L'organisme Novethic prend en compte un spectre allant des salariés aux investisseurs, en passant par les fournisseurs, les clients, sans oublier les ONG et les communautés locales.

Ainsi, comme l'affirment Charreaux et Wirtz (2006)<sup>88</sup>, la prise en compte des parties prenantes est en rupture avec la valeur traditionnelle actionnariale. Il est nécessaire d'établir une typologie équivalente à celle de Mitchell, Agle, et Wood (1997)<sup>89</sup>. Celle-ci se résume en trois questions.

- Quel est leur pouvoir réel ou potentiel ?
- Quelle est leur légitimité ?
- Quel est le degré d'urgence ?

Le degré d'importance de certaines parties prenantes peut se révéler bien différent entre les entreprises. Ces trois questions relatent le niveau d'exposition aux risques de l'organisation. Ce dernier détermine la légitimité et le droit des parties sur l'entreprise. La valeur des ressources utilisées par la firme ainsi que le montant du risque supporté par l'agent détenteur des ressources en est la clé. L'identification des parties prenantes est liée à la dépendance de la firme vis-à-vis des agents qui la constituent (Freeman, 1994)<sup>90</sup>. La question du risque financier y est centrale, (Clarkson, 1995). Enfin, Tichy, McGill, et St. Clair (1997)<sup>91</sup> définissent trois types d'agents :

- les archétypaux : cette catégorie comprend les agents essentiels à l'activité habituelle de la firme. Les actionnaires, les clients, les salariés, les fournisseurs, etc. ;

---

<sup>88</sup> Charreaux, G., Wirtz, P. (2006). « *Gouvernance des Entreprises : Nouvelles Perspectives* ». Paris : Economica. pp.23-47.

<sup>89</sup> 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 ». *The Academy of Management Review*, 22(4), pp.853-886.

<sup>90</sup> Freeman, R. E. (1994). « The Politics of Stakeholder Theory : Some Future Directions ». *Business Ethics Quarterly*, 4(4), pp.409-421.

<sup>91</sup> Tichy, N. M., McGill, A. R., & St.Clair, L. (1997). « *Corporate Global Citizenship, Doing Business in the Public Eye* ». San Francisco : The New Lexington Press. p.417.

- les reconnus : ce groupe se compose des agents visibles et lisibles, c'est-à-dire les syndicats, les banques ou encore les ONG qui détiennent une aura sur la scène internationale ;
- les publics : on y retrouve l'État, les collectivités et la société civile dans sa globalité.

Cette typologie sera étendue par la suite par Lépineux et *al.* (2016)<sup>92</sup>. Pour ces auteurs, il existe :

- les controversés : composé des concurrents ou encore des médias ;
- les générations futures.

La théorie des parties prenantes ne propose pas de hiérarchie entre les parties. Il est tout de même possible de réaliser une classification en deux volets. Nous pouvons distinguer entre les parties prenantes primaires (« *primary stakeholder* ») et les parties prenantes secondaires (« *secondary stakeholder* »), (Agle et *al.*, 2008)<sup>93</sup>. Cette distinction ne fait pas office de hiérarchisation, elle met cependant en exergue une différence de finalité. Les parties primaires sont en relations contractuelles ou quasi-contractuelles avec l'entreprise. Elles sont essentielles à l'activité économique de l'entreprise. La considération de ces dernières ne crée pas de capital moral mais plutôt du capital dit « technique ». Cette notion se rapproche de la valorisation par le *goodwill*. Ensuite, les parties prenantes secondaires font référence à l'ensemble des individus, institutions, groupes vivants (y compris faune et flore) et espaces biophysiques susceptibles d'affecter ou d'être affectés par l'activité de l'entreprise. On peut y ajouter les bassins d'emplois, les riverains, l'environnement, les ressources naturelles, etc. Cette seconde catégorie a un sens beaucoup plus large. Si les « *secondary stakeholder* » ne produisent pas de capital technique, ils sont susceptibles d'influencer les parties prenantes primaires. Cette responsabilité institutionnelle va fabriquer un capital moral pouvant être tout aussi important que le capital technique. Il ne peut pas y avoir de hiérarchie car la prise en compte du capital technique et moral est essentielle à la performance de la firme.

En somme, nous considérerons au fil de notre analyse une vision large des parties prenantes, c'est-à-dire les groupes d'agents indispensables à l'entreprise mais également tous

---

<sup>92</sup> Lépineux, F., Rosé, J. J., Bonanni, C., & Hudson, S. (2016). « *La RSE : La Responsabilité Sociale des Entreprise* ». Paris : Dunod. p.241.

<sup>93</sup> Agle, B. R., Donardson, T., Freeman, R. E., Jensen, M. C., Mitchell, R. K., & Wood, D. J. (2008). « Dialogue : Toward Superior Stakeholder Theory ». *Business Ethics Quarterly*, 18(2), pp.153-190.

groupes d'agents subissant un risque lié à l'activité de l'entreprise. Ces considérations seront assimilées à notre méthode de notation des firmes obtenues auprès des agences de notation et de leurs classifications

## II. La RSE au sein de la science financière

Nous interrogerons dans cette partie la manière avec laquelle la science financière s'est empreinte de la question de la responsabilité. Les premières théories financières en matière de responsabilité se sont attachées à respecter les postulats fondamentaux de la discipline, tandis que de nouvelles théories positives à l'égard de la responsabilité défendent la mise en place d'une politique responsable.

### A. *Le mainstream financier*

La Responsabilité Sociale, Environnementale et sociétale (RSE) prend forme au sein d'un *mainstream* financier peu enclin à la considération et au développement de la responsabilité des firmes. Le développement d'investissements responsables et la recherche d'informations relatant du niveau de responsabilité sont au mieux sans effets ou tout simplement coûteux pour l'entreprise. En effet, la composition de portefeuilles d'actions dans la logique d'un *screening* négatif<sup>94</sup> ou positif<sup>95</sup>, s'oppose aux théories financières traditionnelles, où seul le portefeuille de marché est considéré comme le plus efficient. Le portefeuille responsable s'éloigne de la performance maximale à mesure qu'il diminue le nombre de valeurs potentiellement performantes. En effet, l'incorporation de critères responsables diminue l'univers des valeurs possibles.

En outre, la diminution potentielle du risque spécifique des firmes n'a qu'une utilité limitée pour un investisseur, le risque spécifique étant neutralisé par la diversification du portefeuille. L'efficacité du marché est l'unique objectif, afin de rendre compte des éléments extra-financiers constitutifs du prix de l'action. Nul besoin de se préoccuper de l'information

---

<sup>94</sup> Le *screening* négatif consiste à supprimer de son portefeuille d'actions, toutes valeurs ne respectant pas les critères éthiques. Il peut s'agir de s'abstenir de tous investissements dans des secteurs controversés, comme le nucléaire, les jeux d'argent, l'alcool, etc. Ou toutes entreprises qui ne respectent pas un niveau minimal de responsabilité.

<sup>95</sup> Le *screening* positif consiste à sélectionner uniquement les firmes les plus responsables. Le portefeuille n'est alors composé que d'actifs jugés les plus éthiques.

responsable car déjà présente dans le mécanisme du marché. Pouget (2014)<sup>96</sup> rappelle que sur un marché efficient, une stratégie optimale se traduit par la diversification des actifs financiers afin d'en limiter le risque et d'en capturer la performance. D'autre part, l'auteur rappelle que les fonds responsables n'ont aucune raison de surperformer. Non pas qu'ils soient de mauvais investissements, mais ces actifs sont bien souvent échangés à des prix élevés. Cet effet s'explique par la concentration en direction des mêmes actifs par les investisseurs suivant une stratégie d'investissement responsable. Il en résulte une augmentation de leur valorisation (Merton, 1987)<sup>97</sup>. Les investissements responsables à destination des parties prenantes sont quant à eux jugés inutiles et en dehors des prérogatives de la firme. En effet, la seule réalisation de profit à destination des actionnaires est à prendre en considération (Friedman, 1970).

Les considérations responsables sont définies comme sans effets au sein de la théorie financière. Néanmoins, comment expliquer le développement des investissements responsables, la prise en compte toujours plus grande des parties prenantes ainsi que la recherche d'informations extra financières dans l'élaboration des portefeuilles d'actifs. La première réponse se fonde sur le concept de la théorie d'agence de Jensen et Meckling (1976). Les managers auraient tendance à s'approprier les bénéfices privés aux coûts des actionnaires (Jiao, 2010)<sup>98</sup>. La RSE serait alors l'expression d'un opportunisme (Kim, Park, et Wier, 2012)<sup>99</sup>. De plus, elle constitue un coût important de diversification des ressources pour la firme (Cordeiro et Sarkis, 1997)<sup>100</sup>. Il y aurait ainsi un surinvestissement dans les activités responsables de la part des managers, dans le but de se construire une réputation de « bon citoyen » auprès des parties prenantes (Barnea et Rubin, 2010)<sup>101</sup> (Harjoto et Jo, 2011)<sup>102</sup>. La RSE est considérée comme une mesure opportuniste et coûteuse pour l'entreprise et ses actionnaires. Elle est vue selon Friedman comme un problème d'agence, une hypocrisie qui cherche à développer une image de façade, équivalente à une fraude auprès des parties

---

<sup>96</sup> Pouget, S. (2014). « On the Financial Performance of Socially Responsible ». *Bankers, Markets & Investors*, 128, pp.31-35.

<sup>97</sup> Merton, R. C. (1987). « A Simple Model of Capital Market Equilibrium With Incomplete Information ». *The Journal of Finance*, 42(3), pp.483-510.

<sup>98</sup> Jiao, Y. (2010). « Stakeholder Welfare and Firm Value ». *Journal of Banking & Finance*, 34(10), pp.2549-2561.

<sup>99</sup> Kim, Y., Park, M. S., & Wier, B. (2012). « Is Earning Quality Associated With Corporate Social Responsibility ? ». *The Accounting Review*, 87(3), pp.761-796.

<sup>100</sup> Cordeiro, J. J., & Sarkis, J. (1997). « Environmental Proactivism and Firm Performance : Evidence From Security Analyst Earnings Forecasts ». *Business Strategy and the Environment*, 6, pp.104-114.

<sup>101</sup> Barnea, A., & Rubin, A. (2010). « Corporate Social Responsibility as a Conflict Between Shareholders ». *Journal of Business Ethics*, 97(1), pp.71-86.

<sup>102</sup> Harjoto, M. A., & Jo, H. (2011). « Corporate Governance and CSR Nexus ». *Journal of Business Ethics*, 100(1), pp.45-67.

prenantes. Il n'est pas surprenant que certains auteurs supportent théoriquement l'existence d'une relation négative entre performance responsable et performance financière. L'amélioration de la responsabilité d'une firme augmente les coûts de l'entreprise et conduit à une diminution de ses avantages compétitifs (Odgen et Watson, 1999)<sup>103</sup> (Lu, Wang, et Lee, 2013)<sup>104</sup>.

Enfin, quant à la possible existence d'un cercle vertueux entre performance financière et niveau de responsabilité, Moore et Robson (2002)<sup>105</sup> considèrent que suite à un cycle de bonne performance financière, l'entreprise perd de son aplomb et s'éloigne de son cœur de métier, ce qui a pour effet de diminuer les performances financières de la firme sur la période suivante. Or, un faible niveau de performance financière implique une diminution des dépenses. Ainsi, l'intérêt pour les questions sociales au sein de l'entreprise diminuera. Il ne peut dans ce cas exister de cercle vertueux améliorant continuellement performance financière et performance responsable. Wu et Shen (2013)<sup>106</sup> distinguent trois motivations à investir dans la responsabilité : tout d'abord, l'investissement peut se faire sous couvert d'altruisme. Les auteurs considèrent ce type de RSE comme négative pour la performance financière. En effet, l'entreprise agit pour son propre compte, ce qui rejoint l'idée d'un opportunisme managérial. Ensuite, l'investissement responsable peut être motivé par une approche de *greenwashing* visant à communiquer sur sa responsabilité sans pour autant mettre en place un politique responsable. Il n'y aura dans ce cas aucun impact significatif sur les activités de l'entreprise. Les gains obtenus correspondent aux pertes. Enfin, pour ces auteurs, seule la motivation stratégique peut avoir des effets bénéfiques sur la performance financière.

Ainsi, la théorie financière conventionnelle est sévère quant au développement de la responsabilité au sein des firmes. Il est vraisemblable que certaines pratiques, sous couvert de la responsabilité, impliquent des coûts supplémentaires à la firme et à ses actionnaires. Parallèlement, le marché devrait prendre en compte toutes les informations concernant les revenus futurs de l'entreprise en lien avec la politique responsable. Toutefois, l'information

---

<sup>103</sup> Odgen, S., & Watson, R. (1999). « Corporate Performance and Stakeholder Management: Balancing Shareholder and Customer Interests in The U.K. Privatized Water Industry ». *Academy of Management Journal*, 42(5), pp.526-538.

<sup>104</sup> Lu, W.M., Wang, W.K., & Lee, H.L. (2013). « The Relationship Between Corporate Social Responsibility and Corporate Performance: Evidence From The US Semiconductor Industry ». *International Journal of Production Research*, 51(19), pp.5683-5695.

<sup>105</sup> Moore, G., & Robson, A. (2002). « The UK Supermarket Industry: An Analysis of Corporate Social and Financial Performance ». *Business Ethics: An European Review*, 11(1), pp.25-39.

<sup>106</sup> Wu, M.W., & Shen, C.H. (2013). « Corporate Social Responsibility in The Banking Industry : Motives and Financial Performance ». *Journal of Banking & Finance*, 37(9), pp.3529-3547.

responsable est en expansion considérable depuis plus de vingt ans. La prise en compte des parties prenantes au sein des stratégies d'entreprise est prééminente. Une abondante littérature financière cherche à appuyer théoriquement l'intérêt des politiques responsables et de leurs effets positifs sur la performance financière.

## B. Les théories positives de la RSE

Une approche financière positive à l'égard de la responsabilité a développé de multiples théories relatant d'une corrélation positive et non nulle entre performance responsable et performance financière. Fondamentalement, celles-ci remettent en cause la perfection du marché et défendent une approche de long terme. L'hypothèse de perfection du marché suppose que toute l'information disponible soit centralisée dans le prix des actifs. Les caractéristiques de court terme mais aussi de long terme des firmes sont prises en compte par le marché. Sans souci d'exhaustivité, les déterminants de la valeur regroupent les rentabilités futures, l'image de marque, les actifs, le passif, la stratégie, les valeurs immatérielles, à savoir : le *goodwill*, le capital morale, le savoir-faire historique, les compétences salariales, l'attractivité financière, l'attractivité salariale, l'attractivité politique et enfin l'ancrage de l'entreprise dans son espace social, sociétal et économique. Ces spécificités permettent de déchiffrer les raisons de la performance d'une entreprise. Le marché propose une simplification de l'ensemble de ces informations en une unique donnée qui est le prix. Cependant, les défenseurs de l'information extra-financière remettent en cause la simplicité de la construction du prix et de surcroît l'élaboration de stratégies de portefeuilles centrées sur les données financières qu'offre le marché. En effet, le prix des actions reflète difficilement l'intégralité des réalités économiques. L'apparition de krachs boursiers ou de chutes brutales de valeur en est l'exemple. Le plus souvent, il s'avère que ces pertes correspondent à des corrections du niveau de prix des actifs. Ces correctifs sont le résultat de croyances infondées des agents sur les périodes antérieures.

Le marché faillit dans la prise en compte de l'ensemble des considérations économiques et financières. Pour les défenseurs de la responsabilité, le marché peine à capter les actifs immatériels, ce qui a plusieurs conséquences sur les stratégies d'investissement. De fait, le Modèle d'Évaluation des Actifs Financiers (MEDAF) rejette toutes considérations quant à la sélection responsable positive ou négative des actifs. En effet, la sélection limite la

diversification du portefeuille, ce qui réduit sa performance. Cependant, Edmans (2011)<sup>107</sup> considère que la sélection responsable permet de se focaliser sur les bons investissements qui n'ont pas encore été évalués par le marché. « La diversification revient à admettre que l'on ne sait pas, et ce n'est qu'un effort pour obtenir une performance moyenne », Loeb, 1935 (cité par Bernstein, 1992, p.78)

En outre, sur un marché efficient, la rentabilité espérée est une fonction du risque associée à l'investissement. Néanmoins, cette assumption peut être dans certains cas remise en question. Lee et Faff (2009)<sup>108</sup> considèrent que la relation neutre entre performance responsable et performance financière se révèle être une incapacité du marché à apprécier la performance responsable. Stultz (2002) constate une entorse aux hypothèses du marché lorsqu'il atteste d'une augmentation de la valeur actionnariale conjointement à la réduction du risque. Ce constat s'expliquerait par l'existence d'un capital moral agissant comme réserve de valeur en cas de retournement du marché.

D'autre part, la prise en compte d'informations extra-financières permettrait de réduire le risque d'asymétrie d'information (Bouslah, Kryzanowski, et M'Zali, 2013)<sup>109</sup>. Ce qui limiterait des pertes brutales de la valeur et améliorerait la performance financière. L'augmentation du risque ne permet pas l'augmentation de la performance financière s'il se fait aux dépens d'une asymétrie d'information. Les parties prenantes jugeraient plus sévèrement des entreprises ayant un faible niveau de responsabilité que celles ayant préalablement pourvu au développement d'une stratégie positive envers leurs parties prenantes. Il y aurait selon Godfrey, Merrill, et Hansen (2009)<sup>110</sup> une forme d'assurance créée par la performance responsable, en cas de défaut de l'entreprise. Toutefois, ce capital moral ne serait spécifique qu'à un type de responsabilité.

Selon Agle et al. (2008), il existe une responsabilité primaire dite technique - TCSR - et une responsabilité secondaire dite institutionnelle, ICSR. La responsabilité technique ne génère pas de capital moral. Seule la responsabilité institutionnelle est capable de créer un

---

<sup>107</sup> Edmans, A. (2011). « Does The Stock Market Fully Value Intangible ? Employee Satisfaction and Equity Prices ». *Journal of Financial Economics*, 101(3), pp.621-640.

<sup>108</sup> Lee, D. D., & Faff, R. W. (2009). « Corporate Sustainability Performance and Idiosyncratic Risk : A Global Perspective ». *Financial Review*, 44(2), pp.213-237.

<sup>109</sup> Bouslah, K., Kryzanowski, L., & M'Zali, B. (2013). « The Impact of the Dimensions of Social Performance on Firm Risk ». *Journal of Banking & Finance*, 37(4), pp.1258-1273.

<sup>110</sup> Godfrey, P. C., Merrill, C. B., & Hansen, J. M. (2009). « The relationship Between Corporate Social Responsibility and Shareholder Value : An Empirical Test of The Risk Management Hypothesis ». *Strategic Management Journal*, 30(4), p.427.

capital susceptible de se transformer en assurance morale. Elle limiterait alors les pertes de valeur futures. En effet, le capital moral se crée par la connaissance des parties prenantes du niveau de responsabilité de l'entreprise, ce qui exige une activité responsable substantielle et crédible. Les effets d'annonces doivent être raisonnables sous peine d'être assimilés à du *greenwashing*. Sous le respect de ces contraintes, un capital moral peut être généré par l'entreprise. En outre, la responsabilité technique n'est pas un instrument de communication. Celle-ci agit en interne comme une approche du bon management. Elle s'assimile à la théorie instrumentale des parties prenantes (*instrumental stakeholder theory*). Même si cette responsabilité technique a des effets sur l'appareil productif de l'entreprise, en améliorant le bien-être des parties prenantes, cette responsabilité ne permet pas l'émergence d'un capital moral.

Ainsi, le *screening* responsable n'imputerait pas la rentabilité d'un portefeuille, malgré la diminution de l'univers d'actions. Les recherches sur la responsabilité affirment que les firmes ayant un haut niveau de responsabilité bénéficient d'un risque spécifique diminué, il en va de même pour leur rentabilité. Cependant, elles tirent avantage d'un meilleur ratio valeur de marché sur valeur comptable. Le risque spécifique de l'entreprise serait évalué par le marché, ce qui va à l'encontre de la théorie du MEDAF. C'est pourtant l'idée défendue par la théorie de l'atténuation du risque de Goss et Roberts (2011)<sup>111</sup>. Une sélection responsable n'imputerait pas la rentabilité et le risque du portefeuille sélectionné. En effet, le risque spécifique des firmes est normalement supprimé par la diversification du portefeuille. Dans notre cas, la diminution naturelle de ce risque par le développement de la responsabilité de l'entreprise permet, malgré la diminution de l'univers des actions, de garder un risque spécifique limité. La diminution de la rentabilité est également compensée par une valeur de marché supérieure à la valeur comptable.

Si la création d'un capital moral permettait de diminuer le risque spécifique de la firme, il serait également possible de limiter le risque systématique. En effet, l'approche responsable permettrait l'apparition d'un effet tampon. Cet effet consisterait en une préférence des investisseurs pour les firmes ayant une performance responsable accrue. Les graves crises financières sont le plus souvent le résultat de comportements décorrélés des réalités économiques. La crise des *Subprimes* en est un exemple flagrant. Il existerait une volonté des investisseurs de se raccrocher aux valeurs qui semblent les plus stables. « *Les*

---

<sup>111</sup> Goss, A., & Roberts, G. S. (2011). « The Impact of Corporate Social Responsibility on the Cost of Bank Loans ». *Journal of Banking & Finance*, 35(7), pp.1794-1810.

*résultats obtenus montrent que la performance financière des firmes ayant un certain niveau de performance sociale est en partie préservée des effets négatifs d'une crise. Il semble que les investisseurs attachent de l'importance à cette variable et traitent différemment les firmes selon leurs efforts en matière de responsabilité sociale* ». (Ducassy, 2011, p166)<sup>112</sup>

Les stratégies d'investissement sont, pour la plupart, guidées par le couple rentabilité-risque dans la théorie financière classique, le prix de l'action n'évoluant qu'en fonction de ces deux critères. Ainsi, une firme risquée se caractérisera par un supplément de rentabilité, alors qu'une autre moins volatile offrira une rentabilité plus limitée, le portefeuille idéal étant défini comme le portefeuille de marché maximisant le couple rentabilité-risque. Il existe cependant sur le marché des firmes délaissées ou préférées en raison de leur réputation. Merton (1987), Bertrand et Lapointe (2013)<sup>113</sup> affirment que l'existence d'un effet d'abandon (« *neglected effect* ») vis-à-vis de certaines firmes révélerait la non-efficacité du marché. Cet effet touche majoritairement des firmes marquées par une mauvaise réputation ou évoluant sur des secteurs controversés<sup>114</sup>. Pour Merton, la performance responsable crée une demande supplémentaire à destination des entreprises responsables, qui se fait au détriment des entreprises jugées irresponsables. Ceci a pour effet de surévaluer les premières et de sous-évaluer les secondes. Afin d'attirer les investisseurs, les entreprises irresponsables proposeraient une espérance de rentabilité supérieure. Il existe un effet inverse à l'effet d'abandon, l'effet d'halo (« *halo effect* »). Certaines entreprises du marché sont préférées, du fait de leur bonne réputation, ce qui augmente le prix de leurs actions. Cette idée est défendue par la théorie de la reconnaissance des investisseurs (« *Investors recognition theory* ») de Merton (1987). La performance responsable permet ainsi d'attirer plus d'investisseurs tout en diminuant le risque. La RSE pourrait permettre à l'entreprise de se prémunir de pertes futures de valeur liées aux risques spécifiques et systématiques.

Les stratégies responsables peuvent également améliorer la performance de l'organisation et sa rentabilité. En effet, la mise en place de stratégies responsables ferait apparaître un processus assimilable à « un cercle vertueux » entre la performance responsable

---

<sup>112</sup> Ducassy, I. (2011). « Responsabilité Sociale et Performance Boursière : L'Exemple de la Crise Financière des Subprimes ». *Revue Science de Gestion*, (83). p.166.

<sup>113</sup> Bertrand, P., & Lapointe, V. (2013). « Socially Responsible Investment Performance : Impact of Weighting by Capitalization ». *SSRN*, p.36.

<sup>114</sup> On entend par secteurs controversés, tous secteurs empreints d'une question morale (jeux d'argent, tabac, alcool, armement) ou à fortes externalités négatives (Nucléaire). Les actions issues de ces secteurs sont souvent qualifiées de « sin stocks » et bannies des fonds éthiques, lorsqu'ils affichent un screening ou sélection négative.

et la performance financière. Cette idée est défendue par Waddock et Graves (1997)<sup>115</sup>, Surroca, Tribó, et Waddock (2010)<sup>116</sup>. Ces auteurs considèrent l'investissement responsable comme bénéfique sur le long terme. Ils amélioreraient la performance financière et permettraient la mise en place de nouvelles politiques responsables additionnelles, du fait d'une bonne santé financière et ainsi de suite. Une impulsion responsable générerait des ondes diffuses dans l'ensemble de l'entreprise, engendrant performance financière et amélioration continue de la RSE. Le cercle vertueux s'interpréterait par le biais de considérations managériales qui développeraient la performance de l'entreprise. La création par l'entreprise d'un capital irréplicable par les concurrents est la clef de voûte de la constitution de valeur par l'entreprise.

Tout d'abord, la performance responsable permet d'améliorer la réputation de la firme, ce qui produira des effets microéconomiques et macroéconomiques (Wu et Shen, 2013)<sup>117</sup>. En effet, la réputation responsable peut être cruciale dans la relation avec les parties prenantes clés selon Marc, Schmidt et Rynes (2003)<sup>118</sup>. Il y aurait un impact direct sur les consommateurs et les activistes selon Schnietz et Epstein (2005)<sup>119</sup>. Le développement et la diffusion des nouveaux moyens de communication ont renforcé la force de ces parties prenantes. Il peut être nécessaire de développer et d'orienter les activités responsables en fonction des objectifs stratégiques et de performance que la firme veut développer (Jin, Drozdenko, et DeLoughy, 2013)<sup>120</sup>. Assurément, la performance responsable peut permettre le soutien d'organisations activistes (Cespa et Cestone, 2007)<sup>121</sup>. Ce soutien est nécessaire au bon développement de l'image de marque et des activités de l'entreprise. Les parties prenantes consentent plus aisément à la stratégie future de l'entreprise lorsque les conflits internes et externes ont préalablement été réduits, (Calton et Payne, 2003)<sup>122</sup>.

---

<sup>115</sup> Waddock, S. A., & Graves, S. B. (1997). « The Corporate Social Performance-Financial Performance Link ». *Strategic Management Journal*, 18(4), pp.303-319.

<sup>116</sup> Surroca, J., Tribó, J. A., & Waddock, S. (2010). « Corporate Responsibility and Financial Performance : The Role of Intangible Resources ». *Strategic Management Journal*, 31(5), pp.463-490.

<sup>117</sup> Wu, M.W., & Shen, C.H. (2013). *op. cit.*, p.3532.

<sup>118</sup> Marc, O., Schmidt, L., & Rynes, L., (2003). «Corporate Social and Financial performance: A meta-Analysis». *Organization Studies*, 24(3). pp.403-441.

<sup>119</sup> Schnietz, K. E., & Epstein, M. J. (2005). « Exploring the Financing Value of a Reputation for Corporate Social Responsibility During a Crisis ». *Corporate Reputation Review*, 7(4), pp.327-345.

<sup>120</sup> Jin, K., Drozdenko, R., & DeLoughy, S. (2013). « The Role of Corporate Value Clusters in Ethics, Social Responsibility, and Performance: A Study of Financial Professionals and Implications for the Financial Meltdown ». *Journal of Business Ethics*, 112(1), pp.15-24.

<sup>121</sup> Cespa, G., & Cestone, G. (2007). « Corporate Social Responsibility and Managerial Entrenchment ». *Journal of Economics & Management Strategy*, 16(3), pp.741-771.

<sup>122</sup> Calton, J., & Payne, S. (2003). « Coping With Paradox ». *Business and Society*, 42, pp.7-42.

Ensuite, les stratégies responsables peuvent créer une valeur supplémentaire pour les produits à haute valeur ajoutée. La différenciation de l'activité de l'entreprise par rapport aux concurrents est essentielle. L'avantage concurrentiel est déterminant dans la réalisation de bénéfices. Cet avantage peut cependant subir des effets d'imitations, si les caractéristiques des produits vendus par l'entreprise sont aisément répliquables. Il est nécessaire d'apporter une valeur immatérielle supplémentaire aux produits. Cette tâche peut se révéler ardue. La question de la responsabilité peut être un bon moyen de différenciation, en attirant de nouveaux consommateurs aux dépens des concurrents du secteur. Il se crée un avantage concurrentiel difficilement répliquable (Salama, Anderson, et Toms, 2011)<sup>123</sup>. La responsabilité répond également aux demandes des consommateurs qui encouragent la qualité et la fiabilité des produits (McWilliams et Siegel, 2001). Le niveau de responsabilité donne effectivement un signal véhiculant une image de qualité du produit, (Kim, Park, et Wier, 2012). La RSE est également génératrice de processus d'innovation qui débouchent sur la création d'une nouvelle offre auprès des consommateurs (Porter et Kramer, 2006). Cela peut être le résultat indirect d'une démarche responsable aboutissant au développement de nouvelles technologies ou de nouvelles démarches commerciales innovantes pour des produits respectueux (King et Lenox, 2002)<sup>124</sup>.

Enfin, au sein des organisations, le capital humain est une donnée essentielle dans la création de valeur de long terme. Le développement de nouveaux produits, l'ouverture vers de nouveaux marchés, l'élaboration d'une stratégie adéquate, la mise en place d'une démarche sur la qualité, sont consécutives au bien-être des employés. Beaucoup d'entreprises ont su capitaliser sur leurs salariés. Elles sont souvent pionnières dans leurs domaines du fait de processus innovants et irréplicables. Selon Edmans (2011), la prise en compte des salariés est déterminante dans la rentabilité de l'entreprise. Ce capital humain se forge sur le long terme, rendant difficile son évaluation par le marché. Or, le capital humain est fondamental dans la création de valeur actionnariale par l'amélioration des processus de recrutement, de motivation salariale et de la limitation du *turnover* dans l'entreprise, (Hillman et Keim, 2001)<sup>125</sup>. Conséquemment, la théorie du bon management considère l'amélioration de la

---

<sup>123</sup> Salama, A., Anderson, K., & Toms, J.S. (2011) « Does Community and Environmental Responsibility Affect Firm Risk ? Evidence from UK Panel Data 1994-2006 ». *Business Ethics*, 20(2), pp.192-204.

<sup>124</sup> King, A., & Lenox, M. (2002). « Exploring the Locus of Profitable Pollution Reduction ». *Management Science*, 48(2), pp.289-299.

<sup>125</sup> Hillman, A. J., & Keim, G. D. (2001). « Shareholder Value, Stakeholder Management, and Social Issues : What's the Bottom Line ? ». *Strategic Management Journal*, 22(2), 2001, pp.125-139.

performance financière de l'entreprise comme le résultat des bonnes relations entre les parties prenantes.

Ainsi, la responsabilité sociale, environnementale et sociétale des entreprises serait empreinte de caractéristiques bienfaitrices pour la performance financière de l'entreprise. Elle permettrait tout d'abord de limiter le risque spécifique et systématique tout en sauvegardant la valeur boursière de l'entreprise. La création d'un capital irréplicable est susceptible d'impulser un cercle vertueux de performances financières et responsables. La RSE procure un avantage compétitif quant aux critères de rareté, d'inimitabilité et comme ressource (Hillman et Keim, 2001). Cox, Brammer, et Millington (2004)<sup>126</sup> estiment qu'il existe un consensus considérant la performance sociale comme pourvoyeuse de gain financier sur le long terme. Enfin, les valeurs intangibles sont difficiles à répliquer. Il est primordial que les entreprises mobilisent une partie de leurs ressources en direction de la RSE, afin de surperformer leurs concurrents, (Atkinson, Waterhouse, et Wells, 1997)<sup>127</sup>.

### III. Traitement de la notation responsable en finance

Le degré de responsabilité des entreprises peut sensiblement impacter la performance financière. Il est alors nécessaire de définir la mesure de responsabilité la plus adaptée. Il existe en effet plusieurs approches de la RSE d'une firme. Nous aborderons l'intérêt de chacune des méthodes avant de retenir la mesure proposée par l'agence de notation responsable KLD. Le principal intérêt de cette partie est de proposer un état de l'art des notations responsables réalisées sur la base des données KLD. Enfin, nous établirons une méthodologie de notation commune à l'ensemble de nos travaux.

#### A. Les approches de la RSE

La mise en place d'une analyse statistique relative à l'impact de la RSE sur la performance financière nécessite la prise en compte d'un indicateur neutre et représentatif. Nous définirons tout d'abord nos exigences relatives à notre univers d'analyse. Une multitude

---

<sup>126</sup> Cox, P., Brammer, S., & Millington, A. (2004). « An Empirical Examination of Institutional Investor Preferences for Corporate Sociale Performance ». *Journal of Business Ethics*, 52(1), pp.27-43.

<sup>127</sup> Atkinson, A. A., Waterhouse, J. H., & Wells, R. B. (1997). « A Stakeholder Approach to Strategic Performance Measurement ». *Sloan Management Review*, 38(3), pp.25-37.

de possibilités de mesure s'offre au chercheur. Cependant, nous expliquerons en quoi notre choix se dirigera vers les agences de notation responsables, plus particulièrement la notation construite sur la base de données Kinder, Lydenberg et Domini (KLD), cette notation répondant aux impératifs de notre recherche.

## 1. Univers d'analyse

Le choix de l'univers de données statistiques n'est pas sans influence sur les conclusions que nous pourrions apporter à nos analyses. Les différentes régions géographiques dans lesquelles évoluent les entreprises influencent leur considération à l'égard de la responsabilité sociale, environnementale et sociétale. En effet, il peut exister de fortes disparités entre les entreprises occidentales qui évoluent dans des États riches et « développés » et celles évoluant dans des pays « en voie de développement ». En fonction du niveau de richesse, les parties prenantes n'auront pas les mêmes attentes vis-à-vis du niveau de responsabilité des firmes. De ce fait, la Responsabilité sociale, environnementale et sociétale aura de tout autres retombées sur la rentabilité des entreprises et plus particulièrement sur l'intérêt des investisseurs pour ce type de pratiques. Nous pouvons l'expliquer par la pyramide des besoins de Maslow (1972)<sup>128</sup>. Il est vraisemblable qu'un pays moins « développé » cherchera en premier lieu à répondre aux besoins primaires, physiologiques et de sécurité, avant de satisfaire des besoins d'appartenance, d'estime et d'accomplissement. Or, la responsabilité des entreprises a pour but de répondre aux besoins les plus avancés chez les investisseurs et les parties prenantes. Dans un deuxième temps, l'avènement des politiques responsables et éthiques se situe dans un continuum post néolibéral, ce qui n'est pas encore le cas pour les pays « en voie de développement », pour lesquels le modèle libéral n'est en place que depuis trois décennies.

Il existe également des disparités parmi les pays développés. Ces différences sont le plus souvent issues des dispositifs législatifs et réglementaires, eux-mêmes fortement liés aux traditions historiques des pays. En effet, les pays européens aux influences latines répondent à la question des externalités de l'entreprise par la voie réglementaire et législative. Nous pouvons prendre l'exemple de la France, avec la mise en place de la loi NRE et des rapports responsables. Cependant, d'autres pays européens, à l'image du Royaume-Uni, ont choisi une

---

<sup>128</sup> Maslow, H. A. (1972). « *Vers une Psychologie de l'être* ». Paris : Fayard. Réed. 1993.

voie plus libérale, laissant libre cours à la divulgation des informations responsables. Il peut être difficile de comparer des valeurs boursières provenant de différents pays européens aux disparités culturelles prononcées.

L'approche américaine des questions sur la responsabilité est elle aussi plus libérale. En effet, aucune disposition légale ne contraint les firmes à divulguer leurs informations extra-financières. Cependant, pour un grand nombre d'entreprises cotées, la publication d'informations extras-financières est une habitude. Elles font appel aux standards qui ont naturellement émergé, tel que le *Global Reporting Initiative* (GRI). Cette approche rejoint la définition traditionnelle de la responsabilité sociale, environnementale et sociétale. En effet, la mise en place d'action responsable est normalement définie sans contrainte, elle est liée à une volonté personnelle des entreprises de se lancer dans un processus éthique. La présence de lois et réglementations sur le marché peut modifier les résultats sur l'impact de politiques responsables au sein des firmes.

Notre objectif n'est pas d'établir une typologie des différences entre pays mais de répondre à la question de l'amélioration de la performance financière par l'approche responsable. Nous analyserons des entreprises cotées du marché américain. Ainsi, nous évitons d'apporter un biais à nos résultats. Nous respecterons la définition de la responsabilité sociale, environnementale et sociétale, qui se conçoit comme une volonté et un effort particulier des entreprises de considération de leurs parties prenantes, les contraintes réglementaires imposées ne pouvant être assimilables à une démarche responsable.

Afin de représenter au mieux l'économie américaine, nous choisirons dans un premier temps d'étudier des valeurs du S&P 500 présentes sur l'ensemble de la période considérée. Le S&P 500 a l'avantage de représenter un ensemble hétéroclite de secteurs d'activités. Sa composition de 500 valeurs permet un large échantillonnage, ce qui maximise la pertinence et la solidité des résultats. Les indices S&P 100 et Dow Jones seraient trop limitants. En outre, le S&P 500 est souvent employé comme benchmark dans l'élaboration de portefeuilles d'actions. Les valeurs présentes sont bien connues des investisseurs, des acteurs économiques et des médias. L'exposition de ces entreprises en fait un panel intéressant pour une analyse concernant la RSE. La responsabilité produisant ses effets sur l'ensemble des parties prenantes, les firmes doivent être connues de leurs parties prenantes. Enfin, il est aisé d'obtenir des informations financières et extra-financières des firmes du S&P 500. Les données sont disponibles pour la majorité des acteurs économiques. Un grand nombre

d'études ont déjà pu être élaborées sur la base des valeurs présentes au sein du S&P 500. Il sera possible de comparer nos résultats aux recherches déjà existantes en la matière.

Notre période d'étude court de 1991 à 2012. Afin de pouvoir comparer les entreprises, nous sélectionnerons un premier échantillon de firmes présentes dans l'indice S&P 500 durant l'ensemble de la période allant de 1991 à 2012. Cet échantillon sera noté (I). En outre, afin de répondre aux hypothèses développées dans nos prochains chapitres, nous choisirons de construire un deuxième échantillon composé de l'ensemble des firmes notées par l'agence de notation responsable KLD entre 1991 et 2012. Cet échantillon se compose de l'ensemble des valeurs du S&P 500 et également d'un ensemble plus large de firmes moins connues. Ainsi, notre premier échantillon est composé exclusivement d'entreprises survivantes, c'est-à-dire d'entreprises constamment présentes dans l'indice S&P500 sur l'intégralité de la période. Le second échantillon évite cet écueil et se compose de firmes survivantes mais également de firmes disparues d'une année sur l'autre. Il sera noté (II).

Le tableau 1 représente l'ensemble des valeurs présentes dans la notation responsable KLD composant notre dernier échantillon d'analyse.

Tableau 1 : Univers de notation de l'agence KLD

	1991-2000	2001	2002	2003-2012
S&P 500 Index	X	X	X	X
Domini 400 Social Index	X	X	X	X
1000 largest US Companies		X	X	X
Large Cap Social Index			X	X
2000 Small Cap US Companies				X
Broad Market Social Index				X
Nombre total d'entreprises notées	650	1100	1100	3100

## 2. Les mesures de responsabilité

### a) *Les objectifs et contraintes d'une approche par la responsabilité*

La Responsabilité Sociale, Environnementale et sociétale (RSE) est une approche multidimensionnelle (Carroll, 1979). Elle comprend une responsabilité dite « économique »

envers les investisseurs et les consommateurs, une responsabilité « *légale* » vis-à-vis de la loi et du pouvoir politique, une responsabilité « *éthique* » vis-à-vis de la société et enfin une responsabilité envers « *la communauté* ». L'élaboration d'une réponse concrète quant aux effets de la RSE sur la performance financière nécessite une démarche globalisante. En effet, les trois volets majeurs social, environnemental et sociétal, englobent un ensemble de critères épars. L'analyse multicritères est primordiale, afin de concorder à la définition de la RSE. Il nous est nécessaire d'inclure un maximum de données extra-financières dans notre notation. Cette diversité nous permettra d'appréhender la réalité complexe de la responsabilité au sein des firmes. En effet, les entreprises peuvent répondre à différents critères jugés responsables. Cependant, certaines firmes peuvent être pionnières dans une catégorie tout en étant imitatrices dans une autre. Elles peuvent également être en total retard vis-à-vis des attentes de la société en matière de responsabilité. D'autant plus que la RSE est empreinte de la question du *greenwashing*.

En outre, l'univers sélectionné au sein du S&P 500, inclut un ensemble disparate d'entreprises. Cette hétérogénéité est indispensable à l'élaboration d'un panel représentatif de l'économie. Cependant, une diversification des secteurs institutionnels complique le choix du moyen de mesure de la RSE. Le poids d'un critère responsable spécifique (émissions de CO2, niveau de turnover, philanthropie, etc.) peut être très hétérogène entre une firme de type industriel ou issue du secteur tertiaire.

Il est nécessaire que la mesure responsable soit relative entre les firmes et qu'elle rende compte des mêmes exigences de responsabilité. Les analyses développées dans nos prochains chapitres regrouperont différents portefeuilles d'actions, rendant l'utilisation de certaines mesures de responsabilité nébuleuses et difficiles à mettre en place. En effet, l'analyse de portefeuille nécessite une information aisément « agrégable ». L'information liée au niveau de responsabilité doit être probante pour la firme et elle doit le rester lorsque nous effectuerons une comparaison sur l'ensemble des firmes. Pour ce faire, les trois dernières décennies ont vu émerger un panel croissant de mesures permettant d'évaluer les critères responsables. Le développement et la propagation de ces moyens permettent aujourd'hui d'obtenir une information responsable de plus en plus fiable et complète.

La diffusion des mesures de responsabilité est à mettre en lien avec la considération accrue des milieux financiers pour les données extra-financières. En effet, la nécessité d'établir des prévisions fiables requiert une information que le marché n'est pas toujours

capable d'offrir. Le prix peut par moment ne pas refléter toute l'information disponible. Cette « *exubérance irrationnelle* » pour reprendre le terme de Shiller requiert des informations variées qui permettent d'ajuster la valeur d'un titre à des éléments extrinsèques à l'analyse habituelle de la valeur.

Comme nous avons pu le rappeler précédemment, les crises des dernières décennies ne sont pas en reste dans l'explication d'un besoin d'informations « responsables ». Ainsi, le marché a vu une prolifération importante des sources d'informations éthiques et responsables. Ces sources sont de différentes natures et ont occasionné un foisonnement d'études académiques. Certains auteurs ont réalisé une typologie des différents moyens disponibles pour l'étude de la responsabilité comme El Akremi et *al.* (2008), Igalens et Gond (2003), Maignan et Ferrell (2000), Turker (2009). Ces typologies sont réalisées en correspondance avec la définition de la responsabilité présente chez Carroll.

Tableau 2 : Les différentes mesures du niveau de responsabilité

Auteurs	Mesures viables de la RSE
Maignan et Ferrell (2000) <sup>129</sup>	1- Évaluations d'experts 2- Indicateurs simples ou multicritères (Agence de notation par exemple) 3- Enquêtes auprès des managers
Igalens <i>et al.</i> (2002) <sup>130</sup> , Igalens et Gond (2003) <sup>131</sup>	1- Contenu des rapports annuels 2- Indicateurs de pollution 3- Enquêtes et questionnaires 4- Indice de réputation 5- Organisme de mesure
Turker (2009) <sup>132</sup>	1- Indice de réputation ou base de données 2- Indicateurs simples ou multicritères 3- Analyse de contenu issu des publications des entreprises 4- Échelle de mesure de la responsabilité : <ul style="list-style-type: none"> <li>a. Au niveau individuel</li> <li>b. Au niveau structurel</li> </ul>
Soana (2011) <sup>133</sup>	1- Analyse de contenu 2- Enquêtes et questionnaires 3- Mesures de réputation (Moskowitz 1927 ; The journal Business and Society Review ; Fortune magazine) 4- Indicateur à une dimension 5- Notation responsable

Ces mesures sont considérées comme probantes en ce qui concerne la mesure du niveau de responsabilité des firmes « *the following approaches are suggested as viable to measure CSR* » (Turker, 2009, p.414)<sup>134</sup>. La plupart des articles scientifiques ont à ce jour émis des conclusions sur la base de l'une de ces approches. Ces dernières ont été abondamment reprises dans des études académiques diverses pour la construction du niveau

<sup>129</sup> Maignan, I., & Ferrell, O. C. (2000). « Measuring Corporate Citizenship in Two Countries : The Case of the United States and France ». *Journal of Business Ethics*, 23(3), p.285.

<sup>130</sup> Igalens, J., & Joras, M. (2002). « *La Responsabilité Sociale de l'Entreprise* ». Paris : Edition d'Organisation. p.184.

<sup>131</sup> Igalens, J., & Gond, J.P. (2003). « La Mesure de la Performance Sociale de l'Entreprise : Une Analyse Critique et Empirique des Données ARESE ». *Revue de Gestion des Ressources Humaines*, pp.111-130

<sup>132</sup> Turker, D. (2009). « Measuring Corporate Social Responsibility: A Scale Development Study ». *Journal of Business Ethics*, 85(4), p.414.

<sup>133</sup> Soana, M. G. (2011). « The Relationship Between Corporate Social Performance and Corporate Financial Performance in the Banking Sector ». *Journal of Business Ethics*, 104(1), p.135.

<sup>134</sup> Turker, D. (2009). *op. cit.* p.414.

de responsabilité. Il nous est nécessaire de revenir sur les approches les plus souvent citées et d'estimer leurs adaptabilités à notre étude.

### *b) Les mesures simples*

Tout d'abord, il est possible d'analyser des critères simples liés à la firme et de les comparer au secteur. C'est le cas des études établies relatives aux mesures sociales dans l'entreprise, comme le turnover ou la satisfaction des employés (Edmans, 2011). On y retrouve également des critères environnementaux comme l'utilisation d'indicateurs de pollution, tels que le TRI : *Toxic released inventory* (Hamilton, 1995)<sup>135</sup> ou des mesures particulières à l'étude (Peng et Yang, 2014). Il est également possible de prendre en compte des indices de pollution (émission de CO<sub>2</sub>, rejets toxiques, etc.). Ces indicateurs sont très parlants lorsque l'on aborde la question de la responsabilité environnementale des entreprises. D'autre part, selon le type d'entreprise il est facile d'obtenir ces informations, qui sont le plus souvent incluses dans les rapports de développement durable diffusés par les entreprises. Ces indicateurs sont également présents au sein des bases de données professionnelles, telles que Bloomberg. Des obligations légales de transparence quant aux rejets polluants peuvent également exister. Néanmoins, l'utilisation de ce type de données occasionnerait plusieurs lacunes dans notre analyse.

La première et la plus importante est la faible comparaison de ces indicateurs entre les différents secteurs. Les résultats obtenus entre les firmes du secteur bancaire et ceux du secteur pétrochimique ne sont pas relatifs. Ce type de données ne se cantonne qu'aux analyses par secteur d'activité. On ne pourrait donner de conclusion générale à un panel représentatif d'entreprises comme le S&P 500. S'il est par exemple difficile de comparer le niveau de carbone entre secteurs, il peut l'être également entre les firmes d'un même secteur. En effet, deux firmes peuvent exercer la même activité, produire des biens identiques mais rejeter des niveaux de carbone différents. Il sera indispensable d'ajouter des variables de contrôle, concernant la taille, le niveau d'activité et la technicité des produits. D'autre part, la représentativité de la responsabilité environnementale par le biais des rejets toxiques est limitée. Une entreprise peut générer de hauts niveaux de déchets mais être toutefois d'utilité publique, comme pour le secteur nucléaire par exemple. Le niveau technologique et la nature de l'activité peuvent être des freins à la mise en place d'une réduction des déchets. La

---

<sup>135</sup> Hamilton, J. T. (1995). « Pollution as News : Media and Stock Market Reactions to the Toxics Release Inventory Data ». *Journal of Environmental Economics and Management*, Vol.28, pp.98-113.

limitation technologique ne peut être considérée comme un caractère irresponsable. La Responsabilité Sociale, Environnementale et Sociétale suppose théoriquement la recherche d'un effort supplémentaire par rapport aux pratiques existantes. On ne peut reprocher à une firme son niveau de pollution, si les moyens technologiques à sa disposition ne permettent pas une amélioration des processus opérationnels relatifs aux externalités négatives.

D'autre part, la responsabilité environnementale ne se limite pas aux critères de rejets d'émissions polluantes mais doit être considérée dans un ensemble. En effet, des politiques de compensation peuvent être prises en compte, comme l'investissement dans la recherche, la mise en place de procédés moins polluants, de programmes de réduction des déchets (recyclage, limitation des rejets, retraitements, etc.). Cela correspond également à l'implication dans des programmes volontaires, comme la promotion de politiques protectrices de l'environnement (reboisement volontaire par exemple). Les données brutes sont à relativiser dans un ensemble parfois plus complexe car issu d'un « héritage stratégique » que l'entreprise a perpétué au fil de son activité.

Enfin, les données quant aux émissions de matières polluantes sont pour la plupart du temps divulguées par les firmes. S'il est aisé de collecter ces données, il est néanmoins difficile de s'assurer de leur véracité. En effet, les firmes peuvent intentionnellement falsifier celles-ci. La volonté de rester dans une limite respectable aux yeux des institutions ou l'ambition d'accéder à un marché peut pousser l'entreprise à manipuler ces données. Ce fut dernièrement le cas en septembre 2015 de l'affaire des « *diesels gate* » de Volkswagen. La volonté d'intégrer le marché américain par ses modèles diesel a mené l'entreprise à manipuler les caractéristiques de ses moteurs. Cette manœuvre est le fruit de cet héritage stratégique. Il peut être nécessaire de faire appel à des tiers afin de s'assurer de la sincérité de l'entreprise, à l'exemple d'ONG comme « *Carbone Disclosure Project* » (CDP), d'organismes étatiques ou encore de scientifiques, comme ce fut le cas pour l'affaire Volkswagen. Le niveau d'émissions polluantes ne semble pas se conformer aux nécessités de notre analyse.

Le développement de questionnaires d'analyses est également un moyen d'obtenir une information spécifique sur l'entreprise ou sur un groupement d'entreprises. Ces questionnaires peuvent s'ajouter à des mesures déjà existantes afin de compléter des données objectives dans un ensemble plus général et compréhensible. Ils peuvent être réalisés par les chercheurs eux-mêmes, afin d'obtenir des réponses à des questions précises. Ils peuvent également être réalisés et diffusés par des instituts comptables et d'audits tels que KPMG ou

Deloitte. L'intérêt de ces sondages consiste en une approche interne à l'entreprise, afin de comprendre les positions stratégiques et responsables des managers de la firme. Cependant, il peut exister une différence entre le discours du directeur général et les possibilités de mise en place de ces stratégies dans l'ensemble plus large que constitue l'entreprise. Les managers vont parfois défendre une vision pro-responsable sans pour autant adopter une véritable politique responsable, pour cause de moyens, de temps ou de volonté de la hiérarchie de l'entreprise. Ces questionnaires sont très sensibles à la partialité de l'individu interrogé. Ils peuvent être probants dans l'analyse d'une caractéristique précise à l'entreprise ou en supplément à d'autres moyens de mesure responsable. Néanmoins, ils restent peu révélateurs de la globalité du niveau de responsabilité.

### c) *Les rapports annuels*

Il est également possible d'utiliser les rapports annuels des entreprises, comme le préconisent Igalens et Gond (2003). L'avantage de ces rapports est leur accessibilité. La majorité des firmes cotées rédigent leurs propres rapports de responsabilité. Autrefois incluse dans les rapports financiers, l'information responsable s'est suffisamment développée pour prendre son indépendance. Il est dorénavant commun pour une firme d'établir un rapport de responsabilité en parallèle du rapport financier. De plus, ces rapports se sont standardisés au fil des années. Ce qui ajoute de la visibilité aux informations existantes. La mise en place du *Global Reporting Initiative* (GRI) aux États-Unis depuis 1997 va dans le sens de la standardisation.

Ce rapport reste cependant facultatif pour les entreprises. Il n'existe pas d'obligations légales de divulgation aux États-Unis. La propagation de ce type de rapport à la majorité des firmes du S&P500 fait preuve de l'intérêt accru pour l'information responsable. Le GRI couvre l'ensemble des sujets liés à la question de la responsabilité dans l'entreprise. Ce modèle de rapport préconise des lignes directrices, sans pour autant être contraignant ou soumis à un processus législatif. À l'inverse, certains pays ont mis en place des dispositions légales rendant obligatoire la tenue de rapports responsables. En France, la loi NRE de 2001 a mis en place l'obligation de publication d'un *reporting* social et environnemental pour les firmes cotées en bourse. Le rapport responsable semble une approche convaincante du fait de sa généralisation, son ampleur et sa standardisation. Il reste néanmoins limité pour l'établissement d'une mesure de la RSE d'une entreprise. Malgré la standardisation par le

GRI, ces rapports contiennent une part de subjectivité importante. Nous pouvons formuler le même grief qu'aux indicateurs de pollution. En effet, la validité des informations présentes reste relative à l'honnêteté de l'entreprise. Il reste difficile de vérifier ces données sans avoir accès aux informations privées de l'entreprise.

#### d) *La certification*

Le problème soulevé par ces deux derniers moyens de mesure de responsabilité est lié à l'origine de l'information. Elle est en effet en grande partie subjective car publiée par la firme. L'apparition des certifications peut être une réponse à ce problème d'asymétrie d'information. Elles peuvent prendre une multitude de formes mais restent principalement adressées aux normes en matière de production. Les normes ISO sont les plus connues, la première norme datant de 1951. Elle s'est établie comme une référence internationale au travers de plus de cent soixante-deux organismes nationaux de normalisation. La certification ISO a su se développer à l'ensemble des domaines de l'entreprise pour proposer dès 1996 une norme ISO 14001 centrée sur les systèmes de management environnementaux. Depuis 2010, la norme ISO 26000 définit les lignes directrices de la responsabilité sociétale. Ces normes ont pour finalité l'obtention d'une certification assurant au tiers le respect de normes sous lesquelles la firme s'est engagée. Il existe une grande diversité de certifications proposées dans différents domaines et par une pluralité d'acteurs de certification. L'article de Bouslah et *al.* (2010)<sup>136</sup> utilise un ensemble de certifications forestières dans le but d'exposer la présence d'un lien entre performance environnementale et financière.

La certification est néanmoins limitée par son processus et sa multiplicité. Il existe en effet une prolifération d'organismes de certification aux méthodes et exigences plus ou moins fortes. Tout d'abord, la certification est majoritairement à l'initiative de la firme et financée par ses soins. Ce qui pose la question de l'impartialité de l'agence certificatrice. En outre, l'obtention d'une certification n'est pas soumise à l'accord d'une troisième partie ou simplement facultative, c'est le cas de la norme ISO 14001. Enfin, les critères d'obtention mis en avant sont variables. Ils peuvent être basés sur la performance en elle-même ou sur le simple amorçage du processus responsable. Ces divergences peuvent expliquer les conclusions de Bouslah et *al.* (2010) quant à la relation négative entre le niveau de performance environnementale et de performance financière à court terme. De plus, si la

---

<sup>136</sup> Bouslah, K., M'Zali, B., & Turcotte, M. F. (2010). « The Impact of Forest Certification on Firm Financial Performance in Canada and the U.S. ». *Journal of Business Ethics*, 96(4), pp.551-572.

certification est la norme minimale d'un secteur, alors il est difficile de différencier deux entreprises du même secteur adoptant la même certification. Pour autant, ces firmes ont-elles réellement le même intérêt vis-à-vis de la Responsabilité Sociale, Environnementale et Sociétale ? En outre, la multiplication des normes crée une nébuleuse difficile à appréhender pour un investisseur. Les certifications restent majoritairement axées sur le caractère managérial et sur les processus de gestion et de planification. Il n'en résulte pas forcément une approche globale de la notion de responsabilité sociale, environnementale et sociétale. Enfin, les certifications n'assurent pas mécaniquement une amélioration de l'image de la firme. Ce processus n'est pas naturel et requiert une communication accrue.

La RSE est une approche avant-gardiste qui n'est pas seulement le reflet des normes de certification. Celles-ci sont souvent une réponse aux pressions des parties prenantes. Dès lors que les certifications sont nécessaires pour accéder au marché, elles ne peuvent être considérées comme une politique responsable, de surcroît si les acteurs d'un secteur défendent les mêmes standards.

#### *e) L'indice de réputation*

Nous avons déjà pu mettre en avant l'intérêt de la réputation comme moyen de transformation de la performance responsable en performance financière. Un grand nombre d'études académiques ont cherché à obtenir une approche globale de la responsabilité par l'utilisation d'indices de réputation. Ces études postulent que la RSE peut être un atout de communication. Elle améliorerait l'image de la firme. L'indice de réputation relate le rayonnement de la firme auprès des investisseurs. Une entreprise prenant soin de ses parties prenantes devrait naturellement être soutenue et appréciée. Ainsi, un investisseur disposant de préférences éthiques s'orientera dans un premier temps vers des valeurs connues et reconnues comme telles. Bien souvent il se peut qu'il n'y ait pas de recherches approfondies quant au niveau de responsabilité de la firme.

Il existe plusieurs indices de réputation qui établissent un classement des firmes les plus reconnues. Nous pouvons prendre l'exemple de l'indice cinquante du Fortune's magazine<sup>137</sup>, qui est le plus renommé, l'indice Moskowitz ou encore le Global RepTrak. Les

---

<sup>137</sup> Fortune est un magazine Américain, basé à New-york, spécialisé dans les affaires internationales. Il est détenu et publié par Time inc. Il a été créé en 1929 par Henry Luce. Ce magazine est essentiellement connu aujourd'hui pour ses classements annuels. Ces derniers portent sur des données liées aux ressources humaines

indices de réputation relatent la perception des investisseurs sur les firmes. Cette perception est le résultat des politiques stratégiques internes et externes de l'entreprise. Dans plusieurs articles de recherches, ces indices sont à la base de mesures de la réputation responsable (Schnietz et Epstein, 2005), (Surroca, Tribó, et Waddock, 2010), (Edmans, 2011). Fortune's propose plusieurs indices sur lesquels il est possible d'établir des mesures de responsabilité, tels que le « *the 100 Best Companies to Work for in America* » ou encore « *the world's most admired companies* ».

L'intérêt des indices de réputation est de capturer une information globale de la responsabilité. Cette méthode est un moyen indirect de perception du niveau de responsabilité. Si cette méthode est bien connue des chercheurs, elle pose cependant plusieurs limites. En effet, cette base de données a pu être largement critiquée par Brown et Perry (1994) ainsi que Fryxell et Wang (1994)<sup>138</sup>. Ces auteurs estiment que les indices de réputation sont biaisés par l'influence excessive des perceptions managériales des firmes caractérisées par de bons rendements financiers. En effet, la bonne perception d'une firme est en grande partie liée à sa bonne santé financière. Il est difficile d'établir le sens et la force du lien entre performance RSE et performance financière. Il reste une grande part de subjectivité dans ce type d'indice. Une firme réalisant du *greenwashing* pourrait être considérée comme éthique sans pour autant l'être dans les faits. La perception des firmes est largement soumise au problème d'asymétrie d'information. Chand (2006)<sup>139</sup> affirme que les bases de données établies sur la base des agences de notation de type KLD offrent une meilleure objectivité que des mesures basées sur les données des questionnaires de Fortune's.

#### f) *Les agences de notation responsable*

Les agences de notation responsable ont pris une place centrale dans la diffusion d'informations extra-financières. En effet, ces agences proposent une approche globale de la Responsabilité Sociale, Environnementale et Sociétale. L'émergence et la prépondérance de celles-ci sont le résultat d'une volonté croissante des acteurs financiers d'obtenir une information complète et diversifiée. Une multitude d'agences extra-financières ont vu le jour

---

comme « The Best Companies To Work For », des personnalités « Business Person of The Year », « Most Powerful Women » ou encore lié au chiffre d'affaires des firmes « The Fortune 500 »

<sup>138</sup> Fryxell, G. E., & Wang, J. (1994). «The Fortune Corporate Reputation Index: Reputation For What? ». *Journal of Management*, 20, pp.1-14.

<sup>139</sup> Chand, M. (2006) «The Relationship Between Corporate Social Performance and Corporate Financial Performance: Industry Type as a Boundary Condition ». *The Business Review*, 5(1), pp.240-245.

ces trente dernières années, telles que KLD<sup>140</sup> (Kinder Lydenberg Domini) aux États-Unis, EIRIS<sup>141</sup> au Royaume-Uni, INRATE<sup>142</sup> en Suisse, OEKIM Research<sup>143</sup> en Allemagne, SOLARON<sup>144</sup> en Inde, SUSTAINALYTICS<sup>145</sup> aux Pays-Bas ou encore VIGEO<sup>146</sup> en France. Cette diversité est le résultat d'une forte demande des investisseurs. En effet, ces agences proposent un système de notation accessible, modulable et intelligible. Elles se basent sur une définition large de la Responsabilité et se fondent sur des sources diverses et variées. Selon Szwajkowski et Figlewicz (1999)<sup>147</sup>, la notation KLD a l'avantage de ne pas être corrélée aux indices de réputation tel que Fortune's.

La notation responsable n'est pas soumise aux biais imputables aux indices de réputation. En effet, les notes de responsabilité sont développées à partir d'indicateurs de pollution, de rapports annuels, de questionnaires et d'informations diverses et variées. Les données sont ainsi croisées au sein d'une même note. Ce moyen de mesure est très apprécié du monde académique au vu du nombre très prolifique d'études empiriques réalisées sur la base de notations responsables. KLD a été considérée comme la référence en matière de mesure responsable « *the de facto research standard at the moment* » par Waddock (2003, p.369)<sup>148</sup>. Les notes de responsabilité élaborées sur la base des informations d'agences de notation responsables répondent à différentes contraintes. La variété des sources de données rend la note responsable objective. En outre, les données sont maniables et agrégeables, ce qui permet une comparaison entre entreprises et entre secteurs.

### 3. L'approche KLD

Un grand nombre d'études académiques issues de différents domaines de gestion ont utilisé la base de données KLD. Cette base est devenue le standard des mesures quantitatives

---

<sup>140</sup> L'agence KLD fondée en 1988 a été rachetée en 2009 par RiskMetrics. En Mars 2010 RiskMetrics à elle-même été rachetée par MSCI (Morgan Stanley Capital International) ESG research. KLD apparaît dorénavant sous le nom de MSCI ESG research.

<sup>141</sup> Eiris Ltd a été créée en 1983 au Royaume-Uni

<sup>142</sup> Inrate est le résultat de la fusion en 2010 entre Centre info SA (créée en 1995) et de Inrate SA (créée en 1995)

<sup>143</sup> Oekom research a été créée en 1983 en Allemagne au sein de la maison d'édition spécialisée sur l'environnement Ökom.

<sup>144</sup> Solaron a été créée en 2007 en Inde en partenariat avec Innovest (MSCI ESG Research aujourd'hui).

<sup>145</sup> Sustainalytics est née en 2008 elle fournit des informations sur plus de 400 entreprises dans le monde

<sup>146</sup> VIGEO a été créée en 2002 en France par Nicole Notat.

<sup>147</sup> Szwajkowski, E., & Figlewicz, R. E. (1999). « Evaluating Corporate Performance: A comparison Of The Fortune Reputation Survey And The Socrates Social Rating Database ». *Journal of Managerial Issues*, 9(2), pp.137-154.

<sup>148</sup> Waddock, S. (2003) « Myths and Realities of Social Investing ». *Organization & Environment*, 16(3), p.369.

de l'action sociale des entreprises. Cette méthodologie a cependant subi plusieurs critiques. La première critique formulée par Chatterji, Levine, et Toffel (2009)<sup>149</sup> est liée aux effets qu'induit l'existence d'une telle notation sur la perception des agents de la responsabilité. L'évaluation aura un impact sur l'image de la firme ainsi que son implication dans une démarche responsable. Une autre limite provient de l'estimation du niveau de RSE établie sur la base des questionnaires et des analyses internes de KLD (Harjoto et Jo, 2011). En effet, la méthodologie de KLD ne réserve pas de place aux enquêtes réalisées directement auprès des parties prenantes.

Enfin, La dernière limite concerne le pouvoir explicatif et de prédiction des futures émissions polluantes et des sanctions financières d'une entreprise. Selon Derwall et *al.* (2005)<sup>150</sup> le pouvoir explicatif de KLD est moins performant que les données brutes d'émissions polluantes. Chatterji, Levine, et Toffel (2009)<sup>151</sup> concluent que KLD ne recense pas de manière optimale les données historiques. De plus, ils découvrent que les données de KLD permettent aisément d'identifier les entreprises ayant le plus mauvais niveau de responsabilité environnementale, lorsque ces données ne sont pas normalisées par la taille de l'entreprise. Néanmoins, lorsqu'elles sont normalisées, la notation KLD a du mal à identifier les firmes les moins responsables. Afin, d'approfondir notre connaissance tant au niveau des limites que des atouts de la notation par l'agence KLD, il nous est nécessaire d'appréhender dans son ensemble la constitution et la réalisation de ces données.

#### *a) L'intérêt de la base de données KLD*

L'atout majeur de la base de données KLD est sa continuité et son homogénéité. En effet, cette base de données court de 1991 à aujourd'hui. Entre 1991 et 2000, l'agence de notation couvrait quelques six cent cinquante valeurs. Depuis 2003, la base de données comprend trois mille cent entreprises. L'agence recueille plus de vingt ans de données sur la responsabilité d'un grand nombre d'entreprises cotés sur le marché américain, entre 1991 et 2012 (année de référence pour notre étude).

---

<sup>149</sup> Chatterji, A. K., Levine D. I., & Toffel, M. W. (2009). « How Well Do Social Ratings Actually Measure Corporate Social Responsibility ? ». *Journal of Economics & Management Strategy*, 18(1), pp.125-169.

<sup>150</sup> Derwall, J., Guenster, N., Bauer, R., & Koedijk, K. (2005). « The Eco-Efficiency Premium Puzzle ». *Financial Analyst Journal*, 61(2), pp.51-63.

<sup>151</sup> Chatterji, A. K., Levine, D. I., & Toffel, M. W. (2009). *op. cit.*, p.162.

Les données collectées au cours de ces vingt années sont homogènes et comparables dans le temps. En effet, il n'existe pas de notes préétablies, seules les dimensions de la responsabilité sont énumérées. L'agence utilise des données binaires confirmant ou non la présence d'actions pouvant être jugées comme responsables ou irresponsables. Ainsi, si l'entreprise a mis en place un important programme de réduction de ses émissions polluantes, cette entreprise comptera un 1 dans la colonne des forces. Néanmoins, si l'entreprise ne présente pas de programme équivalent, elle ne sera pas considérée comme responsable sur ce point et recevra un 0 correspondant à l'absence de politique responsable. Dans un deuxième temps, les entreprises sont également notées sur leurs externalités négatives et leurs politiques jugées irresponsables. Ainsi, une firme ayant dû s'acquitter d'une amende concernant la sécurité de ses produits recevra un 1 dans la colonne réservée à cet effet. Néanmoins, si aucune amende n'a été constatée, alors cela sera signifié par un 0 dans la colonne concernée. La présence d'un 1 signifie donc la présence d'un acte responsable ou d'un acte irresponsable, le 0 correspond à leur absence.

Afin de construire ces données binaires, KLD utilise des sources variées. Elles peuvent être internes ou externes à la firme. Les rapports annuels des firmes constituent la première source d'informations responsables. Les rapports sont produits et publiés par les firmes, ce qui constitue une source interne pour la notation. Ils sont bien souvent produits sous format « 10K » en supplément des documents juridiques et des rapports trimestriels. Il existe en outre des rapports responsables relatant des externalités des entreprises. Ceux-ci mentionnent des composantes spécifiquement liées à l'environnement et à la société. L'agence KLD adresse également à chaque service d'entreprise en lien avec les actionnaires, un questionnaire sur les pratiques responsables de la firme (Waddock et Graves 1997)<sup>152</sup>. Cette pratique est régulièrement reconduite, afin de conserver une relation avec les actionnaires. Ce qui permet de s'assurer de la véracité des informations en provenance de l'entreprise.

L'agence de notation responsable utilise également diverses sources externes. Celles-ci comprennent les informations contenues dans divers médias comme les articles de la presse économique (*Wall street journal*, *Business week*, *Fortune*). Les grands médias, la presse populaire ou encore des périodiques tels que le « *Chronicle of philanthropy* » sont pourvoyeurs d'informations responsables. KLD prend également en compte des informations provenant des newsletters des agences environnementales de protection et du paiement

---

<sup>152</sup> Waddock, S. A., & Graves, S. B. (1997). *op. cit.* p.308

d'amendes auprès du « *National Law Journal* ». Les articles académiques et les rapports gouvernementaux sont également examinés. De plus, une combinaison de sondages réalisés indépendamment des entreprises sont sources d'information, comme le *Motzkowitz 100 best place to work in america* ou encore le *listing* des 100 meilleurs entreprises pour lesquelles travailler lorsqu'on est une femme. Enfin, les entreprises ont la possibilité de répondre de leurs actes en corroborant l'exactitude de certaines de leurs faiblesses. L'analyse est reconduite chaque année pour chacune des firmes présentes dans la base KLD. Les membres de l'équipe de l'agence de notation se réunissent chaque semaine afin d'aborder des cas spécifiques. Chaque année, ils s'assurent que les notations soient réalisées de manière cohérente entre les entreprises. Ce procédé permet à l'agence d'assurer l'indépendance et la probité de sa notation responsable.

#### b) *Les dimensions de la responsabilité sous KLD*

L'agence KLD a pour but de rendre compte le plus précisément possible du niveau de responsabilité des firmes. Afin de répondre dans sa globalité à la notion de RSE, un ensemble de critères variés et conséquents est nécessaire. De ce fait, KLD a élaboré sept dimensions relatives au volet social, environnemental et sociétal des firmes. Nous y retrouvons le rapport à la communauté, la gouvernance d'entreprise, la diversité, les relations avec les employés, l'environnement, le respect des droits humains et enfin la sécurité des produits. Ces sept dimensions sont supposées rendre compte du niveau de responsabilité des firmes. De plus, KLD distingue deux grands types d'actions. Les premières actions correspondent aux actions jugées positives. Elles sont assimilables à des forces (*strength*). Ensuite, les actions peuvent également être jugées négativement. Elles sont assimilables à des faiblesses (*concerns*). Il existe pour chacune des sept dimensions des forces et des faiblesses. Cette dichotomie permet d'améliorer la visibilité des données dans la base.

Graphique 1 : Les dimensions de la RSE



Chacune des sept dimensions est décomposée en forces et faiblesses. Il existe quatorze rubriques composées d'un ensemble de caractéristiques notées de façon binaire. Les tableaux 3 à 9 rendent compte des critères de notations<sup>153</sup>.

Tableau 3 : Critères de notation liés à la communauté

Rapport à la société et aux communautés (COM-)	
Forces (COM-str)	
Variables	Nom de la variable
Dons auprès d'œuvres caritatives	(COM-str-A)
Dons innovants	(COM-str-B)
Aide à la construction de logements	(COM-str-C)
Aide à l'éducation	(COM-str-D)
Relations avec des populations indigènes	(COM-str-E)
Dons auprès d'œuvres caritatives implantées hors des États-Unis	(COM-str-F)
Contribution à des programmes volontaires	(COM-str-G)
Autres forces	(COM-str-X)
Faiblesses (COM-con)	
Investissements controversés	(COM-con-A)

<sup>153</sup> Pour plus de précisions quant aux critères de notation consulter les annexes une à sept.

Impacts économiques négatifs	(COM-con-B)
Relation avec les populations indigènes	(COM-con-C)
Litige avec le fisc	(COM-con-D)
Autres faiblesses	(COM-con-X)

Tableau 4 : Critères de notation liés à la gouvernance

Gouvernance d'entreprise (CGOV)	
Avant 2002, cette dimension était nommée « autre catégorie ». Le nom a été changé après 2002, afin de mieux rendre compte des éléments présents dans cette dimension	
Forces (CGOV-str)	
Variables	Nom de la variable
Niveau de rémunération maximum	(CGOV-str-A)
Degré de propriété de firmes responsables	(CGOV-str-C)
Niveau de transparence	(CGOV-str-D)
Forte Politique de divulgation des informations financières	(CGOV-str-E)
Autres forces	(CGOV-str-X)
Faiblesses (CGOV-con)	
Haut niveau de rémunération	(CGOV-con-B)
Propriétaire de firmes liées aux secteurs contestés	(CGOV-con-F)
Litiges comptables	(CGOV-con-G)
Faible niveau de transparence	(CGOV-con-H)
Politique de divulgation d'informations financières fiables	(CGOV-con-I)
Autres faiblesses	(CGOV-con-X)

Tableau 5 : Critères de notation liés à la diversité

Diversité (DIV)	
Forces (DIV-str)	
Variables	Nom de la variable
PDG	(DIV-str-A)
Promotions	(DIV-str-B)
Conseil d'administration	(DIV-str-C)
Avantage travail/vie	(DIV-str-D)
Politique auprès des femmes et des minorités	(DIV-str-E)

Employé handicapé	(DIV-str-F)
Politique gay & lesbienne	(DIV-str-G)
Autres forces	(DIV-str-X)
Faiblesses (DIV-con)	
Controverses	(DIV-con-A)
Sous-représentation	(DIV-con-B)
Autres faiblesses	(DIV-con-X)

Tableau 6 : Critères de notation liés aux employés

Relation avec les employées (EMP)	
Forces (EMP-str)	
Variables	Nom de la variable
Relation avec les syndicats	(EMP-str-A)
Absence de politiques de licenciement	(EMP-str-B)
Partage du résultat	(EMP-str-C)
Implication des employés	(EMP-str-D)
Avantages de retraite importants	(EMP-str-F)
Politique de santé et de sécurité importante	(EMP-str-G)
Autres forces	(EMP-str-X)
Faiblesses (EMP-con)	
Relation avec les syndicats	(EMP-con-A)
Problèmes liés à la santé et à la sécurité	(EMP-con-B)
Réduction du nombre d'employés	(EMP-con-C)
Pauvre avantage de retraite	(EMP-con-D)
Autres faiblesses	(EMP-con-X)

Tableau 7 : Critères de notation liés à l'environnement

Environnement (ENV)	
Forces (ENV-str)	
Variables	Nom de la variable
Produits et services avantageux	(ENV-str-A)
Prévention des pollutions	(ENV-str-B)
Recyclage	(ENV-str-C)

Énergie propre	(ENV-str-D)
Communications	(ENV-str-E)
Propriété, usines et équipements	(ENV-str-F)
Système de management	(ENV-str-G)
Autres forces	(ENV-str-X)
Faiblesses (ENV-con)	
Rejets toxiques	(ENV-con-A)
Problème de régulation des pollutions	(ENV-con-B)
Produits chimiques réduisant la couche d’ozone	(ENV-con-C)
Émissions polluantes considérables	(ENV-con-D)
Agriculture chimique	(ENV-con-E)
Changement climatique	(ENV-con-F)
Autres faiblesses	(ENV-con-X)

Tableau 8 : Critères de notation liés aux droits humains

Droits humains (HUM)	
Forces (HUM-str)	
Variables	Nom de la variable
Actions jugées positives en Afrique du sud	(HUM-str-A)
Relation avec les populations indigènes	(HUM-str-D)
Respect du droit du travail	(HUM-str-G)
Autres forces	(HUM-str-X)
Faiblesses (HUM-con)	
Afrique du Sud	(HUM-con-A)
Irlande du Nord	(HUM-con-B)
Birmanie	(HUM-con-C)
Mexique	(HUM-con-D)
Non-respect du droit du travail	(HUM-con-F)
Relation avec les populations indigènes	(HUM-con-G)
Autres faiblesses	(HUM-con-X)

Tableau 9 : Critères de notation liés à la qualité des produits

Qualité des produits (PRO)	
Forces (PRO-str)	
Variables	Nom de la variable
Qualité	(PRO-str-A)
Innovation et recherche et développement	(PRO-str-B)
Bénéfice aux personnes défavorisées	(PRO-str-C)
Autre forces	(PRO-str-X)
Faiblesses (PRO-con)	
Sécurité des produits	(PRO-str-A)
Litiges liés aux contrats et à la politique marketing	(PRO-str-D)
Antitrust	(PRO-str-E)
Autres faiblesses	(PRO-str-X)

Il existe une huitième dimension concernant les secteurs dits controversés. Cette dimension est traitée d'une manière différente des sept dimensions précédentes. En effet, il n'existe pas dans cette dimension de force. L'appartenance de l'entreprise à l'une des variables présentes dans cette dimension constitue une faiblesse.

KLD est un instrument qui se veut pratique, complet et opérationnel. Les huit dimensions abordées permettent de couvrir l'ensemble des définitions attachées à la notion de Responsabilité Sociale, Environnementale et Sociétale. KLD est également un outil accommodant. Du fait de sa construction en données binaires, KLD s'adapte à différents types d'analyses. Cette méthodologie est aisément exploitable par quiconque souhaiterait obtenir des informations quant à la responsabilité de l'entreprise, que l'approche de la RSE soit générique ou spécifique. Cette aisance de lecture en fait un instrument opérationnel pour une utilisation scientifique ou professionnelle. D'autre part, la constance de la méthodologie utilisée par KLD depuis sa création en 1991 valorise les données présentes. En effet, cette stabilité a permis de faciliter la comparaison des résultats obtenus par les recherches scientifiques. Cet outil est devenu un élément clef dans la compréhension du lien entre performance responsable et performance financière.

Cette notation a su supplanter d'autres méthodes comme celles basées sur les indices de réputation. La non-corrélation des données KLD avec les indices de réputation

(Szwajkowski et Figlewicz, 1999) indique que KLD n'est pas particulièrement influencé par le succès financier des entreprises. La quantité et l'objectivité des données en ont fait un standard dans la recherche quantitative en matière de Responsabilité Sociale, Environnementale et Sociétale, comme le rappelle Mattingly et Berman (2006). La variété des dimensions exploitées est la plus importante sur le marché (Descokop et *al.*, 2006). Enfin, la littérature a confirmé la solidité et la validité des données KLD (Sharfman et Fernando, 2008), (Chatterji, Levine, et Toffel, 2009). L'existence de certaines limites, quant à chercher des informations responsables et le niveau de prise en compte relatif des données environnementales historiques, ne saurait ébranler la viabilité de cet instrument. La base KLD constitue aujourd'hui la ressource la plus aboutie en ce qui concerne la retranscription des données de responsabilité.

## B. État de l'art de la note responsable

La base KLD semble être une source fiable et reconnue en science financière pour l'analyse de la responsabilité. À notre connaissance, il n'existe pas d'état de l'art sur la méthodologie d'élaboration de la note au sein des articles de recherche ayant recours à cette base de données. L'agrégation de l'information délivrée par KLD suppose des choix influençant les résultats des analyses. Il est alors important de faire un état des lieux des méthodologies afin de créer une notation limitant les biais.

La binarité des données KLD a permis à chaque chercheur d'établir une notation personnalisée de la responsabilité. L'agence de notation KLD détient sa propre méthodologie de notation. Cependant celle-ci n'est pas divulguée. L'agence invite les chercheurs à suivre la méthodologie utilisée par Hillman et Keim (2001). Les nombreux articles publiés dans le domaine nous laissent entrevoir des tendances méthodologiques dans la construction de la note responsable. Ces tendances répondent aux questionnements qu'implique une base de données multicritères. Deux modèles sont largement suivis par la communauté scientifique à ce sujet. Les articles de Waddock et Graves (1997) et Mattingly et Berman (2006) font œuvre de référence. Les interrogations sont multiples. Elles se résument globalement à la manière d'agréger les données et à la prise en compte plus ou moins forte de certaines dimensions de la RSE.

## 1. Les données binaires

L'utilisation des données binaires de KLD facilite la notation, il n'existe aucune ambiguïté dans les résultats. Cependant, l'intensité d'une force ou d'une faiblesse n'est pas perceptible. Il suffit à la firme de respecter le critère défini. Il est impossible de percevoir la profondeur des actions mises en place. À la fois, certaines variables sont très clairement définies et bornées. Par exemple, la rémunération maximale des dirigeants (CGOV-str-A) ne doit pas dépasser 500 000 \$ par an, pour ne pas être constitutive d'une faiblesse. D'autres critères sont plus flous comme la diminution du facteur travail (EMP-con-C) qui n'exprime qu'une réduction « *significative* », ou encore la « *forte* » prévention contre la pollution (ENV-str-B). Les adjectifs forts, faibles ou significatifs ne constituent pas de mesure précise. Malgré ces approximations, les données binaires clarifient les imprécisions. Si cette méthode diminue la sensibilité de chaque critère, elle permet néanmoins de faciliter leur utilisation.

Ce type de données permet également de transformer les données qualitatives en données quantitatives. Ainsi, il est aisé d'agrèger les données sous une même note. La quantification des critères est pratique dans une approche statistique de la responsabilité. Trois méthodologies d'addition sont présentes dans la littérature. La première méthodologie consiste à établir une tranche de note s'établissant sur trois degrés, de +1 à -1. Chaque force est égale à +1. L'absence de force ne fait pas l'objet de sanction et sera considérée comme égale à 0. Concernant les faiblesses, chacune d'entre elles sera égale à -1. L'absence de faiblesse n'aura pas d'impact sur la note, car elles seront égales à 0.

La deuxième méthodologie instituée par Waddock et Graves (1997), emprunte le même raisonnement. Cependant, les auteurs incluent une échelle d'importance entre les forces ou les faiblesses. Ainsi, il existe deux types de forces. La première considérée comme importante prend une valeur égale à +2. Une force de moindre importance, prend une valeur égale à +1. Le même mécanisme est appliqué pour les faiblesses, qui prennent également une valeur égale -2 pour une faiblesse majeure et -1 pour une faiblesse mineure. L'absence de force ou de faiblesse aura le même effet que précédemment. Elle ne sera pas considérée comme négative ou bénéfique, donc égale à 0. La différence provient de l'apparition d'une hiérarchie entre les forces et entre les faiblesses. En effet, ces auteurs considèrent que certaines forces et faiblesses sont plus importantes et sont plus représentatives du niveau de responsabilité ou d'irresponsable.

Enfin, la dernière méthodologie considère l'ensemble des valeurs comme positives. L'existence d'une force ou d'une faiblesse sera identiquement définie par +1. Il n'y a cependant par la suite pas de volonté d'agréger les forces et les faiblesses.

Les différences peuvent paraître faibles mais elles influencent l'analyse des résultats. Par exemple, la hiérarchisation des forces suppose des hypothèses fortes sur la perception des agents vis-à-vis de certaines actions responsables.

Tableau 10 : Utilisation des données binaires de KLD

Méthodologies <sup>154</sup>	Auteurs
Affecte +1 pour une force, 0 par absence de forces et de faiblesses, -1 pour une faiblesse	Kim, Park, et Wier (2012), Harjoto et Jo (2011), Barnett et Salomon (2012), Chatterji, Levine, et Toffel (2009), Shalchian et al. (2012), Bauer, Derwall, et Hann (2009), Jiao (2010), Andersen et Dejoy (2011), Oikonomou, Brooks, et Pavelin (2012), Mattingly et Berman (2006), Bouslah et al. (2010), Sharfman et Fernando (2008), Lu, Wang, et Lee (2013), Xueming Luo et al. (2015), El Ghouli et al. (2011), Surroca, Tribó, et Waddock (2010), Watson (2015)
Affecte +2 pour force importante, +1 pour une force simple, 0 par absence de forces et faiblesses, -1 pour une faiblesse simple, -2 pour une faiblesse importante	Waddock et Graves (1997), Schnietz et Epstein (2005), Callan et Thomas (2009), Goss et Roberts (2011), Hillman et Keim (2001)
Affecte +1 pour une force et +1 pour une faiblesse et n'agrège pas les deux parties	Andersen et Dejoy (2011)

## 2. L'agrégation des forces et faiblesses

La soustraction des faiblesses aux forces sous-tend plusieurs hypothèses fortes quant à la relation entre les externalités positives et négatives des firmes. Deux méthodologies s'opposent. La première de Waddock et Graves (1997) approuvent l'utilisation d'une note

<sup>154</sup> Par défaut si la méthodologie n'a pas été explicitement exprimée, la notation est alors supposée simple. En effet, la mise en place de sous catégories plus importantes que d'autres nécessite la mobilisation d'hypothèses fortes. Il n'est pas naturel de considérer deux types de forces ou faiblesses et ce dans un ordre d'importance.

globale. Cependant, l'approche de Mattingly et Berman (2006) s'y oppose au profit de deux notes distinctes, l'une de forces et l'autre de faiblesses.

La première méthodologie de Waddock et Graves (1997) consiste en une simple agrégation des forces aux faiblesses. Suite à l'addition des données binaires, chaque dimension obtiendra une note. Les forces sont additionnées ensemble et les faiblesses le sont également. Il n'y a évidemment pas de différence si la note des faiblesses est une addition de données binaires négatives (Callan et Thomas, 2009)<sup>155</sup> ou si cette note est transformée en valeur négative par la suite (Shalchian et al., 2012)<sup>156</sup>. Il est également possible de réaliser une étape intermédiaire, en définissant une note responsable pour chaque catégorie. L'article d'Harjoto et Jo (2011), et celui de Jiao (2010) mettent en évidence les notes de chaque dimension. Cette approche ne modifie pas la note globale de la responsabilité. Cependant, cela peut révéler les dimensions les plus influentes dans la constitution d'une note globale.

La note globale de responsabilité obtenue peut prendre différentes appellations « *net social performance score* » (Barnett and Salomon, 2012)<sup>157</sup> ; « *social rating* » (Shalchian et al., 2012)<sup>158</sup> ; « *stakeholder welfare score* » (Jiao, 2010)<sup>159</sup> ; « *net environmental score* » pour Chatterji, Levine, and Toffel (2009)<sup>160</sup> ou encore « *Employee Relations Index (ERI)* » (Bauer, Derwall, et Hann, 2009)<sup>161</sup>. Chacune de ces appellations est le résultat d'une méthodologie identique. Cependant, les résultats des notes ne sont que très rarement divulgués dans les articles étudiés. Cependant, Barnett et Salomon (2012) communiquent leur échelle de notes qui s'échelonne de -12 à +15. Afin de pouvoir utiliser ces notes dans les modèles statistiques, ces auteurs les rendent positives en additionnant +12 à chaque note. La nouvelle fourchette de notes s'échelonne dorénavant de 0 à +27. Ainsi, une note égale à 0 correspondant au niveau de responsabilité le plus faible.

Cette méthode d'agrégation des forces et faiblesses à l'avantage d'être accommodante. En effet, toute l'information responsable est condensée dans une seule variable. Cependant,

---

<sup>155</sup> Callan, S. J., & Thomas, J. M. (2009). « Corporate Financial Performance and Corporate Social Performance: An Update and Reinvestigation ». *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 16(2), pp.61-78.

<sup>156</sup> Shalchian, H., M'Zali, B., Lilti, J. J., & Elbadraoui, K. (2012). « On the Performance of Socially Responsible Investing : Further Evidence ». *Bankers, Markets & Investors*, (118). pp.30-42.

<sup>157</sup> Barnett, M. L., & Salomon, R. M. (2012). « Does It Pay to Be Really Good ? Addressing the Shape of the Relationship Between Social and Financial Performance ». *Strategic Management Journal*, 33(11), p.1309.

<sup>158</sup> Shalchian, H., M'Zali, B., Lilti, J. J., & Elbadraoui, K. (2012). *op. cit.*, p.32.

<sup>159</sup> Jiao, Y. (2010). *op. cit.*, p.2553.

<sup>160</sup> Chatterji, A. K., Levine, D. I., & Toffel, M. W. (2009). *op. cit.*, p.134.

<sup>161</sup> Bauer, R., Derwall, J., & Hann, D. (2009). « Employee Relations and Credit Risk ». SSRN, p.7.

cette approche méthodologique est soumise à une limite de postulat, qui n'est que très rarement mentionnée. Ces limites sont abordées en notes de bas de page chez Chatterji, Levine, et Toffel (2009). Ils préféreront néanmoins suivre la méthode d'agrégation. L'agrégation des forces et des faiblesses suppose implicitement que les actes qualifiés d'irresponsables peuvent être compensés par des politiques responsables. Ainsi, l'impact de hauts niveaux de pollution d'une entreprise (*Ozone depleting chemicals*, ENV-CON-C) serait réduit par une forte politique de prévention contre les rejets de matières toxiques (*Pollution Prevention*, ENV-STR-B), ce qui dans les faits est contestable. Il serait encore plus discutable si l'on considère que des niveaux de pollution seraient compensés dans un score général par des mesures de diversité, comme la promotion des femmes et des minorités au sein de l'entreprise (*Promotion*, DIV\_STR\_B).

Mattingly et Berman (2006) sont les premiers auteurs à rejeter l'idée d'une covariance fatalement négative entre les forces et les faiblesses. « *We reject the assumption that strengths and weakness necessarily covary in opposing direction and prefer, instead, to examine empirically whether they do* » (Mattingly and Berman, 2006, p.28). Sharfman et Fernando (2008)<sup>162</sup> considèrent également qu'il existe une imperfection dans l'hypothèse d'équivalence des forces et faiblesses. Théoriquement il ne serait pas judicieux d'agréger les forces et les faiblesses du fait de leurs interactions différentes avec la performance financière. Cette assumption est en accord avec les approches cognitives de la RSE. British Petroleum aurait bien du mal à faire oublier la marée noire dans le golfe du Mexique par une communication sur les préventions des rejets toxiques. En outre, la notation vaut pour l'année en cours.

En outre, la méthodologie de Mattingly et Berman (2006) a l'avantage de conserver des notes de force et de faiblesse positives. La note des faiblesses est ainsi positive, comme celle des forces. Plus une note concernant les faiblesses est importante et plus cette firme est considérée comme irresponsable. A contrario, une note de force élevée indique que la firme est responsable. Cette méthodologie implique une double note qui restitue l'ensemble de l'information responsable. Indirectement, cette méthodologie sous-tend que les investisseurs réagissent différemment à une composante positive (force), qu'à une autre jugée négative (faiblesse). Les deux notes s'obtiennent en ajoutant l'ensemble des données positives (+1), qui révèle la présence d'une force ou d'une faiblesse (Andersen et Dejoy, 2011). Oikonomou,

---

<sup>162</sup> Sharfman, M. P., & Fernando, C. S. (2008). *op. cit.*, p.578.

Brooks, et Pavelin (2012)<sup>163</sup> suivent la même hypothèse, néanmoins ils créent deux variables équivalentes à la moyenne des forces et des faiblesses. « *Aggregate Strengths* » et « *Aggregate Concerns* » :

Équation 1 : Calcul de la note agrégée des forces

$$AGGS = \frac{(COMS + DIVS + EMPS + EMVS + PSQS)}{5}$$

Équation 2 : Calcul de la note agrégée des faiblesses

$$AGGC = \frac{(COMC + DIVC + EMPC + EMVC + PSQC)}{5}$$

Il existe une notation respective à chaque dimension :

Équation 3 : Calcul de la note par dimension

$$Comp = \frac{\sum_{i=1}^n \text{Respective Indicators' ratings}}{n}$$

Avec  $n$  correspondant au nombre d'indicateurs présents dans chaque dimension.

Chaque dimension présente dans KLD se décompose en plusieurs indicateurs. Le nombre d'indicateurs est variable selon les catégories. Par exemple, quatre variables pour la dimension « produits » en force alors qu'il en existe plus de 8 pour la dimension « Environnement » en force. Cette approche est intéressante car elle permet d'obtenir des notes de catégorie comprises entre 0 et 1. En effet, étant des données binaires, la somme maximum obtenue en additionnant les variables ne peut dépasser le nombre de variables total présentes dans la catégorie. Le poids est équivalent et ce malgré un nombre plus ou moins important de variables dans chaque catégorie. Cette méthodologie a également été suivie par Bouslah, Kryzanowski, et M'Zali (2013).

La distinction entre les forces et les faiblesses suppose que des actes responsables ne peuvent effacer à court terme (période inférieure à une année) une attitude pouvant être qualifiée d'irresponsable (faiblesses). Cette hypothèse semble davantage en concordance avec les réalités du marché. Les investisseurs considèrent différemment une information positive et une information négative. Cependant, l'hypothèse d'agrégation des forces et faiblesses n'est pas à rejeter totalement. En effet, cette approche peut être acceptée sous la condition d'une

---

<sup>163</sup> Oikonomou, L. Brooks, C., & Pavelin, S. (2012). *op. cit.*, p.494.

réserve de valeur responsable créée par l'entreprise préalablement. L'éventualité d'un *goodwill* (Ducassy, 2013)<sup>164</sup> construit au fil des années pourrait compenser les actes irresponsables. Dans cette configuration, il ne serait pas dénué de sens d'agréger les forces et les faiblesses.

Tableau 11 : Méthode d'agrégation de la note KLD

Méthodologies	Auteurs
Additionne les forces et les faiblesses (noté négativement), afin d'obtenir un score général de la RSE	Hillman et Keim (2001), Waddock et Graves (1997), Kim, Park, et Wier (2012), Harjoto et Jo (2011), Barnett et Salomon (2012), Chatterji, Levine, et Toffel (2009), Schnietz et Epstein (2005), Shalchian et al. (2012), Bauer, Derwall, et Hann (2009), Jiao (2010), Callan et Thomas (2009) El Ghoul et al. (2011), Surroca, Tribó, et Waddock (2010), Watson (2015)
Additionne seulement les forces entre elles et les faiblesses entre elles. Pas de score général	Andersen et Dejoy (2011), Oikonomou, Brooks, et Pavelin (2012), Mattingly et Berman (2006), Bouslah et al. (2010), Sharfman et Fernando (2008), Watson (2015)
Considère séparément chaque dimension de KLD	Lu, Wang, et Lee (2013), Xueming Luo et al. (2015), Goss et Roberts (2011)

### 3. Le choix des dimensions

La base de données KLD permet une grande liberté dans l'élaboration d'une note responsable. La quantification d'éléments qualitatifs permet de créer des combinaisons de forces ou faiblesses basées sur des critères choisis. Cette dichotomie claire de chaque dimension attachée à la RSE permet de s'abstenir de certains fragments de KLD. En effet, l'architecture de la base de données rend possible le choix des dimensions. Plusieurs auteurs ont cherché à limiter le « bruit statistique » imputable à certaines variables. Il existe par exemple des tendances quant à l'utilisation des secteurs économiques controversés (alcool, jeux d'argent, armes à feu, etc.), des dimensions liées aux droits de l'Homme ou encore à la gouvernance d'entreprise. En outre, certaines publications se focalisent sur un unique aspect de la RSE. Ces articles sélectionnent les dimensions ou variables relatives à la partie de la responsabilité analysée.

<sup>164</sup> Ducassy, I. (2013). « Does Corporate Social Responsibility Pay off in Times of Crisis ? An Alternate Perspective on the Relationship Between Financial and Corporate Social Performance ». *Corporate Social Responsibility and Environment Management*, 20, pp.157-167.

Il est tout d'abord possible de prendre en compte l'ensemble des catégories présentes dans la base KLD afin d'obtenir un niveau de responsabilité global. Cette méthodologie conduit à la prise en compte de la définition étendue de la notion de responsabilité. C'est le choix effectué par Hillman et Keim (2001), Shalchian et *al.* (2012). Ces auteurs n'excluent aucune variable dans leurs approches de la notation responsable.

La première dimension occasionnant une question méthodologique concerne la prise en compte des activités controversées. En effet, une grande partie des publications en la matière retraitent ou retirent cette catégorie de leur mesure de responsabilité. La première approche consiste à séparer cette catégorie des autres. Pour ce faire, il est possible de créer une variable factice ou « *dummy variable* » correspondant aux activités controversées (Schnietz et Epstein, 2005). Cette variable prend une valeur de 1 si la firme est issue d'une industrie controversée et 0 sinon. El Ghoul et *al.* (2011) suivent ce procédé au travers d'une variable factice égale à 1 si l'entreprise fait partie de l'une des six activités économiques controversées.

La deuxième approche consiste à s'abstenir des variables issues de la catégorie relative aux secteurs controversés. En effet, cette catégorie a un fonctionnement dissemblable aux autres dimensions. Alors que la majorité des dimensions sont composées d'une partie forces et d'une partie faiblesses, cette dimension concerne exclusivement des variables considérées comme des faiblesses. La perte d'information associée à la suppression de cette variable est considérée comme minime par Goss et Roberts (2011)<sup>165</sup>. Selon ces auteurs, les secteurs controversés sont peu nombreux. Bouslah, Kryzanowski, et M'Zali (2013) se privent de cette dimension, pour souscrire à leur propre variable de contrôle présente dans leur modèle. Oikonomou, Brooks, et Pavelin (2012) s'abstiennent également, ne la considérant pas comme représentative de la RSE. Cette réflexion est fondée sur les travaux de Hillman et Keim (2001). Ces derniers ont mis en avant le caractère distinctif des secteurs controversés par rapport aux autres dimensions présentes dans KLD. Callan et Thomas (2009) estiment que l'absence de la huitième dimension clarifie les effets de la responsabilité sur la performance financière. Enfin, l'article de Mattingly et Berman (2006) suit une logique de modélisation par les parties prenantes, ne tenant pas compte de ces secteurs controversés.

Ainsi, nous pouvons considérer que ces secteurs sont soumis à une subjectivité implicite. Une firme évoluant sur un marché controversé peut également justifier de la mise

---

<sup>165</sup> Goss, A., & Robert, G. S. (2011). *op. cit.* p.1798.

en place d'une politique responsable innovante et performante. Ajouter une considération négative supplémentaire fausserait les notations responsables. En effet, la RSE se définit comme la volonté d'aller au-delà des règles présentes sur son marché. Les firmes ne peuvent changer la nature de leurs activités. On ne peut par exemple reprocher à un producteur d'électricité l'utilisation de centrales nucléaires. Cette source bien que contestée est d'utilité publique. Elle peut même avoir des aspects préférables aux autres moyens de production électrique tels que les centrales à charbon en cette période de réchauffement climatique. Ces entreprises peuvent également mettre en place des politiques responsables vis-à-vis de leurs parties prenantes. La RSE ne doit pas pénaliser le cœur de métier de l'entreprise mais valoriser la capacité à générer des externalités positives et ce indépendamment de son activité économique.

Dans un deuxième temps, la considération des droits de l'Homme dans le calcul de la note responsable a également été discutée au sein de plusieurs articles. Cette catégorie est constituée de variables liées à des situations à l'international et en dehors du marché américain. Les variables présentes dans cette catégorie sont pour beaucoup soumises à une contextualisation politique et temporelle, avec par exemple les variables liées à l'apartheid en Afrique du Sud et à l'IRA en Irlande du nord. La sur-contextualisation de cette catégorie entraîne une irrégularité des données dans la base KLD. En effet, si la situation politique évolue, alors une variable se retrouve inutilisable. Dans la perspective d'analyser l'impact de la RSE sur plusieurs années, certains auteurs ont préféré s'abstenir d'utiliser cette catégorie. Les travaux de Kim, Park, et Wier (2012), Oikonomou, Brooks, et Pavelin (2012) témoignent de cette absence.

Enfin, la dimension « gouvernance d'entreprise » soulève également des questionnements. Kim, Park, et Wier (2012) considèrent que le domaine de la gouvernance d'entreprise est un sujet indépendant de la responsabilité sociale des entreprises « *Corporate governance is perceived as a distinct construct from CSR and its impact on financial reporting practice is widely examined in the prior literature* » (Kim, Park, and Wier, 2012, p.767)<sup>166</sup>. Ces auteurs font référence à Larcker et al. 2007, et rappellent que la gouvernance d'entreprise concerne principalement la relation entre dirigeants et actionnaires. Nous pouvons cependant nuancer ces propos en rappelant que l'actionnaire est une partie intégrante de la notion des parties prenantes. De plus les variables présentes dans cette dimension ne

---

<sup>166</sup> Kim, Y., Park, M. S., & Wier, B. (2012). *op. cit.*, p.767.

correspondent pas totalement à la gouvernance d'entreprise au sens de la théorie d'agence. Tout d'abord, avant 2002 cette catégorie se dénommait « *other category* », son nom a été transformé en « Gouvernance d'entreprise », dans un souci de communication. Elle n'a pas été initialement conçue dans le sens de la gouvernance mais bien au sein d'une approche responsable. Il faut alors se défaire de l'utilisation de la notion de gouvernance au sens de la théorie d'agence. En effet, les variables présentes relatent principalement la question de la transparence des données comptables et des activités de l'entreprise. Elles relatent également le niveau de compensation des dirigeants. Les critères retenus sont profitables à l'ensemble des parties prenantes et non seulement en référence à l'actionnariat. Ainsi, nous pouvons relativiser la catégorie gouvernance d'entreprise dans la notation KLD, qui se réfère à une vision pro-RSE de la gouvernance. De ce fait, plusieurs méthodologies sont avancées quant à l'utilisation de la gouvernance au sein de la notation responsable.

Tout d'abord, Kim, Park, et Wier (2012) supposent que la gouvernance doit être traitée séparément du reste de la RSE. Ils distinguent un score responsable reprenant les cinq catégories habituelles plus un score de gouvernance égale à la soustraction des faiblesses aux forces présentes dans la catégorie gouvernance d'entreprise (CGOV). Harjoto et Jo (2011) vont plus loin et cherchent à comparer les effets de la RSE et de la gouvernance. Ces auteurs définissent un score responsable à partir des données KLD simultanément à une approche de la gouvernance. Celle-ci correspond à la somme des données KLD liées à la gouvernance et des données de gouvernance de Compustat. La distinction de ces deux variables révèle la nécessité d'une approche complète de la gouvernance allant au-delà de celle présente dans KLD. D'autre part, certains auteurs préfèrent se passer de la dimension concernant la gouvernance. El Ghoul et *al.* (2011) estiment que la gouvernance d'entreprise doit être exclue, afin de ne pas influencer le résultat et le lien entre performance responsable et performance financière. En effet, ils estiment que la gouvernance ne fait pas partie de leur définition de la responsabilité. Leurs résultats confirment en partie cette hypothèse. Ils observent qu'avec l'incorporation ou non de la dimension gouvernance, leurs conclusions restent identiques. En outre, Watson (2015)<sup>167</sup> rejette l'utilisation de la dimension gouvernance de KLD, afin d'éviter une influence trop grande de la gouvernance sur la responsabilité.

Néanmoins, nous considérons la dimension gouvernance de KLD comme une variable indispensable à la notion de responsabilité. Il est délicat de la considérer comme un élément

---

<sup>167</sup> Watson, L. (2015). « Corporate Social Responsibility, Tax Avoidance, and Earnings Performance ». *Journal of the American Taxation Association*, 37(2), pp.1-21.

dissocié. En effet, cette dimension comporte peu de variables en comparaison à des bases de données spécialisées dans le domaine (Compustat par exemple). En effet, on dénombre cinq variables de forces et six variables de faiblesses. Une méthodologie qui s'efforce d'approfondir la gouvernance, à la manière d'Harjoto et Jo (2011) semble plus cohérente. En effet, un nombre important de recherches a déjà été réalisé sur la question de la gouvernance. Il serait alors logique de reprendre ces travaux pour rendre pleinement compte de cet aspect. Néanmoins, le terme de gouvernance au sein de la RSE est décentré de l'unique actionnaire et tend vers une approche globale des parties prenantes. Les craintes qu'exprime Watson (2015) sont compréhensibles. Cependant, les variables présentes dans la catégorie gouvernance d'entreprise ne semblent pas suffisantes pour influencer fortement les résultats. Cette idée est confirmée par El Ghouli et *al.* (2011) concluant que leur modèle est resté inchangé quant à la prise en compte ou non de la gouvernance. Le poids ne semble pas suffisant pour générer un biais. S'en séparer est alors assimilable à une perte d'informations.

Enfin, d'autres études se focalisent sur l'analyse d'un unique caractère de la notion de responsabilité. Chatterji, Levine, et Toffel (2009) se contentent de la dimension environnementale de la RSE. Pour cela, les auteurs calculent un unique score sur la seule dimension « Environnement » (ENV). Bauer, Derwall, et Hann (2009)<sup>168</sup> cherchent à étudier les effets du management des ressources humaines sur le risque de crédit. Pour ce faire les auteurs sélectionnent la diversité dans l'entreprise (DIV) et les relations entre employés (EMP). Ces approches, cherchent à mettre en évidence des liens avec des parties prenantes spécifiques au sein des stratégies responsables, sans pour autant déconsidérer les autres aspects de celles-ci.

---

<sup>168</sup> Bauer, R., Derwall, J., & Hann, D. (2009). *op. cit.*, p.43.

Tableau 12 : Sélection des catégories responsables de KLD

Methodologies	Auteurs
Prend en compte toutes les catégories présentes dans KLD indépendamment	Waddock et Graves (1997), Hillman et Keim (2001), Shalchian et al. (2012)
Adaptation particulière pour les variables controversées ( <i>dummie</i> variable)	Schnietz and Epstein (2005), Goss and Roberts (2011), El Ghoul et al. (2011)
Ne prend pas en compte la variable sur les secteurs controversés	Kim, Park, et Wier (2012), Harjoto et Jo (2011), Barnett et Salomon (2012), Jiao (2010), Callan et Thomas (2009), Andersen et Dejoy (2011), Oikonomou, Brooks, et Pavelin (2012), Mattingly et Berman (2006), Bouslah et al. (2010), Sharfman et Fernando (2008), Lu, Wang, et Lee (2013)
Ne prend pas en compte les droits humains	Kim, Park, et Wier (2012), Harjoto et Jo (2011), Jiao (2010), Oikonomou, Brooks, et Pavelin (2012), Mattingly et Berman (2006)
Ne prend pas en compte la gouvernance	Kim, Park, et Wier (2012), Harjoto et Jo (2011), Jiao (2010), Oikonomou, Brooks, et Pavelin (2012), El Ghoul et al. (2011), Watson (2015)
Étude centrée sur un élément	Chatterji, Levine, et Toffel (2009), Bauer, Derwall, et Hann (2009)

#### 4. La pondération des dimensions

Il n'existe pas de pondération entre les dimensions de la base de données KLD. Elles sont chacune équivalentes et ont le même degré d'importance. Cependant, dans les faits, les investisseurs et les parties prenantes ont des préférences et des sensibilités accrues aux différentes dimensions de la responsabilité. En outre, il paraît sensé de considérer qu'une même dimension de la RSE n'aura pas le même poids si l'entreprise est une institution financière ou un grand groupe pétrolier. En outre, l'importance des dimensions peut évoluer au fil des années. Ces changements sont le résultat des transformations sociales et sociétales. Les investisseurs et le marché peuvent allouer plus ou moins d'importance à chaque dimension de la RSE, en fonction des forces macroéconomiques qui influencent les représentations et l'imaginaire individuels. Si ces suppositions paraissent vraisemblables,

aucune étude ne vient confirmer de façon tangible ces hypothèses. Toutefois, certains auteurs ont cherché à différencier les variables et les dimensions.

La première pondération découle de la différenciation entre des forces ou faiblesses jugées essentielles et d'autres moindres. Cette pondération s'exprime par l'utilisation d'une valeur égale à +2 pour des forces majeures, +1 pour des forces simples et 0 en leur absence. Dans l'ensemble des articles étudiés, aucune mention ne fait apparaître les critères de choix entre une variable jugée majeure et une autre moindre (Waddock et Graves, 1997), (Surroca, Tribó, et Waddock, 2010), (Callan et Thomas, 2009). Si certains de ces auteurs considèrent ne pas utiliser de pondération, nous pouvons estimer que cette approche constitue en soi une pondération indirecte. Il n'y a pas d'explication valable à l'utilisation d'une échelle allant de -2 à +2. Une autre pondération plus explicite existe toutefois. Les travaux de Waddock et Graves (1997) sont fondés sur une pondération calculée à partir de l'évaluation réalisée auprès d'un panel d'experts du management social. Les résultats obtenus semblent selon les auteurs refléter le bon sens. Surroca, Tribó, et Waddock (2010) utilisent les poids moyens obtenus par secteurs et par pays issu de la base de données Sustainalytics.

Tableau 13 : Pondération des catégories proposée par Waddock et Graves (1997)

<i>"Weightings of CSP attributes by expert panel" Waddock et Graves (1997)<sup>169</sup></i>	
<i>Attribute</i>	<i>Weight</i>
<i>Employee Relations</i>	0,168
<i>Product</i>	0,154
<i>Community relations</i>	0,148
<i>Environment</i>	0,142
<i>Treatment of woman and minorities</i>	0,136
<i>Nuclear power</i>	0,089
<i>Military contracts</i>	0,086
<i>South Africa</i>	0,076

Cependant, la majorité des articles étudiés ne font pas appel à la pondération des dimensions. Ces auteurs considèrent qu'une pondération des dimensions de la responsabilité ne peut être que subjective. Il n'existe pas de moyens permettant de déterminer objectivement et de valider ces pondérations. Sur la base des articles de Callan et Thomas (2009),

<sup>169</sup> Waddock, S. A., & Graves, S. B. (1997). *op. cit.*, p.310.

l'établissement d'une pondération dans le calcul de la responsabilité apparaît comme discutable et peu objectif. Il n'y a pas de possibilité de juger d'un classement sur les différentes dimensions de la responsabilité. Oikonomou, Brooks, et Pavelin (2012) estiment également que l'ensemble des dimensions doit être équi pondéré du fait d'un manque de travaux en la matière. En effet, le nombre élevé d'observations devrait limiter l'effet des secteurs et ne pas nécessiter de pondération.

Tableau 14 : Méthodologie de pondération

Méthodologies	Auteurs
Pas de pondération entre les catégories	Kim, Park, et Wier (2012), Harjoto et Jo (2011), Barnett et Salomon (2012), Chatterji, Levine, et Toffel (2009), Schnietz et Epstein (2005), Shalchian et <i>al.</i> (2012), Bauer, Derwall, et Hann (2009), Jiao (2010), Callan et Thomas (2009), Andersen et Dejoy (2011), Oikonomou, Brooks, et Pavelin (2012), Mattingly et Berman (2006), Bouslah et <i>al.</i> (2010), Sharfman et Fernando (2008), Lu, Wang, et Lee (2013), Xueming Luo et <i>al.</i> (2015), Goss et Roberts (2011), El Ghoul et <i>al.</i> (2011), Watson (2015)
Pondération simple considérant des forces et des faiblesses supérieures (+2, +1)	Hillman et Keim (2001), Waddock (2003), Surroca, Tribó, et Waddock (2010), Callan et Thomas (2009)
Pondération liée à l'analyse d'expert ou liée à la base de données extra-financière	Waddock et Graves (1997) Surroca, Tribó, et Waddock (2010)

## 5. La distinction des parties prenantes

Les théories de la responsabilité sociale, environnementale et sociétale se fondent sur la prise en compte des parties prenantes. Plusieurs publications ont cherché à intégrer une approche par parties prenantes dans leurs modèles. Cette discrimination a permis à Hillman et Keim (2001) de mettre en évidence les variables et dimensions de moindre importance, par la création de sous-groupes nommés « SIP » et comprenant la dimension des secteurs controversés. Ces auteurs cherchent à exclure les dimensions n'étant pas liées aux parties prenantes de premier ordre. La notion de « *primary stakeholder* » inclue les actionnaires, les

employés, les consommateurs, les fournisseurs, la communauté et l'environnement. Afin de répondre au mieux à la définition des parties prenantes primaires ou principales, les auteurs prennent en compte cinq dimensions de KLD. La relation entre employés, la diversité, la qualité des produits, la communauté et l'environnement. Les dimensions restantes sont regroupées au sein d'une variable appelée SIP. D'autres auteurs se focalisent sur les dimensions liées à ce qu'ils appellent « *Parties prenantes clés* ». Mattingly et Berman (2006) considèrent six parties prenantes capitales<sup>170</sup> : la communauté locale, la diversité, le traitement des employés, l'environnement, la qualité, sûreté des produits vendus et enfin la gouvernance d'entreprise. Les auteurs obtiennent ainsi douze variables correspondant aux forces et faiblesses de chaque partie prenante clé. Surroca, Tribó, et Waddock (2010) dénombrent cinq groupes de parties prenantes : les employés, les consommateurs, les fournisseurs, la communauté et l'environnement.

La différenciation par partie prenante possède l'intérêt de focaliser l'analyse du lien entre performance responsable et performance financière sur les acteurs les plus pertinents. La corrélation devrait être renforcée et plus lisible. Oikonomou, Brooks, et Pavelin (2012) développent également une méthodologie déterminée par certaines dimensions liées aux parties prenantes primaires, mais rejettent le premier type de classification. En effet, les auteurs considèrent que le lien entre performance responsable et performance financière est déterminé par la perception faite par les investisseurs. Ils préfèrent la classification par types d'actions responsables à la place d'une classification par parties prenantes. En effet, il est nécessaire de capter la perception des actions vues par un public extérieur à l'entreprise.

Enfin, Shalchian et *al.* (2012) proposent une dichotomie en deux dimensions. La première est externe et concerne l'environnement, les communautés, la qualité des produits, les droits de l'Homme et les secteurs controversés. La seconde est interne et relative au bien-être des employés, à la gouvernance d'entreprise et à la diversité. Cette classification reprend la notion de parties prenantes première (interne) et secondaire (externe). Néanmoins, aucun ordre d'importance n'est appliqué.

---

<sup>170</sup> Ces six parties prenantes sont sélectionnées sur la base des travaux de Carroll (1979).

Tableau 15 : Différenciation des parties prenantes

Méthodologies	Auteurs
Pas de distinctions liées aux différentes parties prenantes	Les articles restants
Distinction entre les parties prenantes primaires et secondaires	Hillman et Keim (2001), Shalchian et <i>al.</i> (2012), Oikonomou, Brooks, et Pavelin (2012), Mattingly et Berman (2006), Surroca, Tribó, et Waddock (2010)

### C. Implémentation de la note responsable

Les études réalisées sur la base des données de KLD nous renseignent quant aux choix méthodologiques les plus appropriés. Nous élaborerons notre notation sur la base des recommandations effectuées par la recherche existante, tout en se rapprochant de la définition élargie de la responsabilité des entreprises. Cette partie a pour but d'établir le plus clairement possible notre méthodologie de notation. La notation implémentée ici sera celle retenue pour l'ensemble de nos travaux.

Tout d'abord, certaines observations sur la base de données KLD se révèlent incomplètes. Les manquements étant représentés par une annotation NR pour « *not rated* », NA pour « *not available* » ou simplement par une cellule vide. Afin de maximiser nos données nous avons complété artificiellement les cellules vides ou celles notées NA. Pour ce faire, nous avons réutilisé la notation de l'année précédente, lorsque les cellules étaient incomplètes. Cette méthode est utilisée par Chang, Oh, et Messersmith (2013)<sup>171</sup>. Afin de justifier de la validité méthodologiquement de cette pratique, les auteurs ont rappelé que les notes responsables sont peu volatiles. La note est souvent la résultante des notes antérieures et d'effets d'expérience. Ainsi, le biais créé ne sera pas préjudiciable à l'étude et permet de maximiser le nombre d'observations.

Concernant le choix des dimensions présentes dans la base de données, nous optons pour ne pas considérer la dimension liée aux secteurs controversés. En effet, cette dimension

<sup>171</sup> Chang, Y. K., Oh, W. Y., & Messersmith, J. G. (2013). « Translating Corporate Social Performance Into Financial Performance : Exploring the Moderating Role of High-Performance Work Practices ». *International Journal of Human Resource Management*, 24(19), p.3745.

ne suit pas la logique de force et faiblesse présente dans les autres dimensions. L'intégration de cette variable augmentera le poids des faiblesses de l'entreprise par rapport à ses forces. De plus, la notion de responsabilité est une approche proactive relativement au secteur. La nature de l'activité de l'entreprise ne peut de facto constituer une faiblesse. Il n'est pas approprié de définir l'ensemble des firmes d'un secteur comme irresponsables. En effet, ces entreprises peuvent chercher à limiter au maximum leurs externalités négatives par une politique responsable efficace. Nous avons pu voir préalablement qu'un nombre important d'études se refuse d'intégrer cette dimension, ce qui nous conforte dans nos allégations.

Nous faisons le choix d'établir une note de responsabilité la plus complète possible, pour nos deux bases de données. À l'exception des secteurs controversés, toutes les dimensions seront intégrées à nos notes. Au sein des dimensions, nous maximiserons le nombre de variables prises en compte pour chaque année. Nous avons vu que la base KLD s'est étoffée au fil des années. Nous faisons le choix de prendre en compte chaque nouvelle variable. En effet, la démarche responsable se définit comme proactive. La note doit évoluer en fonction des nouveaux enjeux sociaux, environnementaux et sociétaux.

Nous avons préalablement abordé la question de la pondération opérée par certains auteurs. Il semble vraisemblable que la RSE n'influence pas uniformément la performance financière, selon le secteur d'activité, la période, les préoccupations des investisseurs, les effets de mode<sup>172</sup>, la santé de l'économie mondiale, la concurrence, le progrès technique, etc. L'impact d'une politique responsable sur la performance financière est soumis à un ensemble de contraintes évoluant avec les besoins de la société. La pondération propose de faire correspondre le poids des variables responsables aux réalités de la conjoncture. Malgré la véracité de la mise en place d'une pondération des dimensions et des variables, l'exactitude de cette pondération est limitée. En effet, il est difficile d'établir une pondération juste et objective, la pondération devant être constamment réévaluée. Une seule et même pondération sur une longue période ne semble pas probante et provoquerait l'effet inverse à celui recherché. La justesse et l'objectivité de la pondération sont réfutables, la précision ne pouvant être que momentanée. À l'instar d'une majorité d'auteurs ayant travaillé sur le sujet, nous préférons nous passer de quelconques pondérations. D'autre part, nous considérons que le niveau de responsabilité est un critère perçu de manière globale par les investisseurs. Cette perception est subjective et déterminée par les aspirations et les aversions aux risques

---

<sup>172</sup> Nous entendons par « effet de mode » : une attention éphémère portée sur l'une des dimensions de la responsabilité.

spécifiques de chacun. La non-pondération des variables est nécessaire afin de ne pas établir de conclusions infondées.

Nous considérerons une approche globale de la RSE en incorporant dans nos modèles une note responsable composée de l'ensemble des dimensions et variables disponibles dans KLD. Nous n'effectuerons pas d'analyse dissociée des variables. En effet, chaque dimension de la base de données n'est composée que d'un nombre limité de variables. Si l'ensemble des dimensions nous donne une note cohérente sur l'appréciation globale du niveau de responsabilité. Nous pouvons mettre en doute la pertinence et l'utilisation d'une seule dimension pour rendre compte du niveau de responsabilité. Nous pensons que les résultats sur la perception globale du niveau de la responsabilité seront plus solides avec un maximum de variables. D'autre part, notre étude s'attarde sur les valeurs contenues dans le S&P 500 sans sélection préalable quant aux secteurs. Il est vraisemblable que le niveau de pertinence d'une dimension évoluera en fonction de l'activité économique des firmes. Nous chercherons à éclaircir la relation entre performance responsable et performance financière, et ce sur l'ensemble des activités économiques.

Enfin, deux méthodologies s'opposent quant à l'agrégation ou non des forces et des faiblesses dans la littérature existante. Nous choisirons d'étudier les deux possibilités, afin de constater ou non l'existence de contrastes dans les résultats. En effet, ce choix méthodologique n'est pas sans impact sur l'analyse et l'explication théorique des résultats. Deux mécaniques opposées sont dissimulées derrière chacune des méthodes. Tout d'abord, l'agrégation des dimensions responsables et irresponsables signifie que les investisseurs intègrent la responsabilité d'une firme comme un ensemble. D'autre part, cette vision rejoint l'hypothèse d'un capital social compensateur des pertes de valeur en temps de crise par exemple. Un acte irresponsable aurait un impact limité si la firme a agi de manière responsable préalablement. Dans un deuxième temps, il est possible de dissocier les forces et les faiblesses. Cette dissociation induit une prise en compte différenciée entre des actions négatives et positives des firmes. Les faiblesses sont dans ce cas indépendantes des forces déjà réalisées. Il ne peut y avoir de compensation.

Afin d'établir la note responsable, nous adopterons une méthodologie similaire à celle de Oikonomou, Brooks, ET Pavelin (2012)<sup>173</sup>. La présence d'un nombre non linéaire de variables dans chacune des dimensions (sept variables dans la dimension Environnement

---

<sup>173</sup> Oikonomou, I., Brookd, C., & Pavelin, S. (2012). *op. cit.*, p.493.

contre seulement trois en Gouvernance) sur la période 2001-2012 ajouterait un poids plus important à certaines dimensions. Afin de remédier à la prépondérance de certaines dimensions, nous diviserons l'ensemble des variables par le nombre de variables additionnées. De ce fait, chaque dimension sera notée entre zéro et un, zéro pour une firme n'ayant aucun point dans la dimension concernée et 1 pour une firme possédant chacune des variables de la dimension.

$$\text{Note de dimension} = \frac{\sum_{i=1}^n \text{Variables correspondantes à la dimension}}{n}$$

Étant donné l'existence d'une dichotomie entre les forces (externalités positives) et les faiblesses (externalités négatives) dans la base KLD, nous distinguerons deux notes, l'une représentative des externalités positives équivalente au niveau de responsabilité à l'égard de ses parties prenantes et une note relative aux externalités négatives relatant des irresponsabilités de la firme vis-à-vis de ses parties prenantes. Ces deux notes suivent une méthodologie identique à celle des dimensions. En effet, la note de responsabilité est divisée par le nombre de dimensions qu'elle comprend. Ainsi, la note maximale sera égale à 1 et la note minimale égale à 0. L'intérêt de cette méthodologie consiste à aisément comparer les notes entre elles, de même qu'elle permet d'obtenir un éventail de notes plus larges et plus précises.

Équation 4 : Calcul de la note de responsabilité.

$$\begin{aligned} \text{Note de responsabilité :} \\ = \frac{(GOVp + COMp + DIVp + EMPp + EMVp + HUMp + PROp)}{7} \end{aligned}$$

Équation 5 : Calcul de la note d'irresponsabilité.

$$\begin{aligned} \text{Note d'irresponsabilité :} \\ = \frac{(GOVn + COMn + DIVn + EMPn + EMVn + HUMn + PROn)}{7} \end{aligned}$$

Les notes de responsabilité (Force) et d'irresponsabilité (Faiblesse) sont toutes deux positives. Une note globale (RSE) est également calculée comme étant la différence des deux premières notes. Ainsi, plus la note sera élevée et plus la firme sera responsable. Afin de ne pas obtenir de note négative, nous additionnons la différence négative la plus grande à l'ensemble des notes RSE globales calculées. De ce fait, les notes sont intégralement positives, pour leur utilisation dans nos modèles statistiques.

Équation 6 : Calcul de la note de responsabilité globale

$$\text{Note RSE} = \text{Note de responsabilité} - \text{Note d'irresponsabilité}$$

Tableau 16 : Description des notes responsables pour la base de données (I)

S&P 500 de 1991 à 2012 (I)						
	Max	Min	Moyenne	Médiane	Variance	Écart-type
Note de force	0,558	0,000	0,094	0,071	0,008	0,089
Note de faiblesse	0,544	0,000	0,107	0,083	0,008	0,091
Note RSE globale	0,419	-0,395	-0,013	-0,010	0,009	0,097

Tableau 17 : Description des notes responsables pour la base de données (II)

Base globale de KLD de 1991 à 2012 (II)						
	Max	Min	Moyenne	Médiane	Variance	Écart-type
Note de force	0,588	0	0,038	0,024	0,003	0,055
Note de faiblesse	0,544	0	0,065	0,048	0,004	0,060
Note RSE globale	0,452	-0,395	-0,026	-0,029	0,005	0,067

Nous remarquons une faible variation des notes dans le temps et des écarts qui restent assez faibles. Les notes des faiblesses semblent plus prononcées que celles des forces, ce qui

se traduit par une moyenne des notes globales négatives. Enfin, le maximum des notes de force et de faiblesse révèle qu'aucune firme n'est totalement responsable et totalement irresponsable. Au contraire, les résultats témoignent que la moitié des critères sont difficilement atteints. Les moyennes sont également très faibles.

Enfin, une partie de notre analyse sera basée sur une périodicité mensuelle. Cependant, les notes KLD sont annuelles. Afin d'apporter un nombre d'observations plus conséquent, nous avons souhaité augmenter artificiellement la fréquence des notes de responsabilité. Pour ce faire, nous avons mensualisé les notes annuelles calculées précédemment. Les critères de responsabilité sont attribués par KLD à la fin de chaque année. Néanmoins, nous pouvons considérer que l'amélioration ou la dégradation de la note responsable est le résultat d'un travail effectué tout au long de l'année. De ce fait, nous avons transformé la variation annuelle en variation mensuelle, la somme des variations annuelles correspondant à la variation entre deux années.

$$\textit{Variation mensuelle} = \frac{(\textit{Note RSE } N + 1) - (\textit{Note RSE } N)}{\frac{\textit{note RSE } N}{12}}$$

Ainsi, chaque note du mois est égale à la note du mois précédent à laquelle nous additionnons la variation mensuelle de l'année en question, qu'elle soit positive ou négative. Nous obtenons une fréquence de notation supérieure, nous permettant de faire correspondre de manière linéaire les rentabilités mensuelles des firmes et leurs niveaux de responsabilité.

## IV. Conclusion

Au cours de ce chapitre, nous avons pu éclairer et justifier les raisons de l'émergence des questions de responsabilité en science financière. En effet, les théories traditionnelles ne laissent que peu de place à l'information extra-financière, la justification de celles-ci dans des modèles financiers n'étant pas en accord avec les principes de perfection du marché. Il se révèle que la question de la responsabilité fait échos aux rationalités des agents. Les problématiques liées aux systèmes de décisions des investisseurs sont primordiales dans la constitution du prix des actifs. En effet, ces derniers sont déterminés par les espérances et les certitudes des agents. L'approche des comportements par des données extra-financières justifierait la considération de stratégies responsables.

En outre, les transformations récentes de notre société ont recentré la place des firmes sur l'échiquier économique mondiale, ce qui suppose des transformations substantielles dans la manière dont les entreprises développent leurs activités. Nous avons redéfini le cadre dans lequel les firmes se doivent de prendre en compte les parties prenantes. Nous avons également mis en avant un ensemble de théories favorables à l'incorporation de facteurs responsables. Ces théories portent sur un ensemble de mécaniques susceptibles d'améliorer la performance financière des entreprises.

D'autre part, le choix de l'approche retenu pour la mesure du niveau de responsabilité est décisif. En effet, les résultats des recherches seront déterminés par la mesure du niveau de responsabilité. Nous avons justifié du bien-fondé de l'utilisation des mesures issues d'agences de notations telles que KLD. Cette approche se fonde sur des sources variées, objectives et aisément répliquables, les autres mesures de responsabilité comportant le plus souvent des biais pouvant altérer la qualité des résultats.

Le principal apport de ce chapitre est le développement d'une méthodologie de notation responsable claire et précise. Peu d'articles de recherche ont réalisé un état de l'art des notations responsables fondées sur l'agence de notation responsable KLD. Nous avons détaillé point par point chacun des choix méthodologiques pouvant modifier le calcul de la note responsable. Ainsi, nous avons également proposé une démarche s'approchant le plus possible de la définition de la responsabilité, la question méthodologique étant essentielle dans la poursuite de nos analyses. En effet, des modifications dans l'approche de la responsabilité peuvent amener à des résultats totalement contradictoires.

La Responsabilité, Sociale, Environnementale et Sociétale est une approche ancienne mais qui a su se redéfinir au cours des trois dernières décennies. Les transformations récentes de notre société ont repositionné la question de la responsabilité au centre des problématiques en science de gestion. Il convient maintenant de préciser ses effets en science financière.

# Chapitre 2 : L'impact de la responsabilité sur la performance financière d'un portefeuille

Nous avons pu précédemment établir la solidité idéologique et théorique de la responsabilité sociale, environnementale et sociétale au sein de la science économique et de gestion. Le développement des données extra-financières et responsables reflète la nécessité pour les investisseurs de diversifier leurs sources d'information. Au cours des dernières décennies, l'information responsable s'est développée et diversifiée conjointement au foisonnement d'études académiques sur le sujet. L'explosion des considérations responsables par les marchés, les investisseurs et les entreprises n'est pas sans conséquences. L'accès à l'information responsable n'étant pas dénué de coûts pour les investisseurs, ces coûts doivent être compensés par un gain financier supérieur ou un gain extra-financier.

Le débat quant à la meilleure performance des actifs responsables est toujours d'actualité. Certains auteurs mettent en avant la diminution de la volatilité et la meilleure résistance aux crises des firmes les plus responsables, ces actions pouvant se constituer comme valeurs refuges pour les investisseurs, contrecarrant de ce fait les défaillances du marché. L'information responsable pourrait alors se définir comme une stratégie viable d'investissement. L'apport d'un facteur responsable permettrait une meilleure allocation des ressources, améliorant ainsi la rentabilité du portefeuille. La recherche d'informations variées est souhaitable dans les modèles à facteurs selon Ross (2017)<sup>174</sup>. Ces facteurs économiques et qualitatifs peuvent être employés de manière défensive, afin d'obtenir une meilleure allocation vis-à-vis du couple rentabilité-risque (Bass, Gladstone, et Ang, 2017)<sup>175</sup>. Les caractéristiques de la responsabilité pourraient concorder avec ces exigences. La

---

<sup>174</sup> Ross, S. A. (2017). « Factors-Theory, Statistics, and Practice ». *The Journal of portfolio Management*, 43(5), p.5.

<sup>175</sup> Bass, R., Gladstone, S., & Ang, A. (2017). « Total Portfolio Factor, Not Just Asset, Allocation ». *The Journal of Portfolio Management*, 43(5), p.39.

responsabilité sociale, environnementale et sociétale a toute sa place dans la recherche d'une information complète permettant d'améliorer la performance d'un portefeuille.

Ce chapitre a pour objectif de définir s'il peut être intéressant d'avoir recours à un facteur responsable au sein d'une stratégie d'investissement. Nous chercherons à caractériser le lien entre le niveau de responsabilité d'un portefeuille d'actions et sa rentabilité. Ce lien est en effet complexe et soumis à des contraintes temporelles et sectorielles. Notre recherche a pour intérêt de s'inscrire sur une période de temps relativement importante, nous permettant d'entrevoir les tendances à long terme. La redéfinition d'une méthodologie claire vis-à-vis de la notation responsable pourra expliquer les différences de résultats avec des précédentes recherches.

Nous ferons tout d'abord le point sur les conclusions de la recherche financière en matière de responsabilité. Nous développerons ensuite les hypothèses quant aux effets de la performance responsable sur la rentabilité des actions. De ce fait, nous élaborerons un modèle statistique capable de répondre à nos questionnements. Enfin, nos résultats mettront en exergue les attentes que peuvent formuler les investisseurs soucieux de suivre une stratégie responsable. Nous mettrons également en avant des effets par période et par secteur. L'ensemble de ces développements nous permettront d'approfondir nos connaissances sur les effets de la performance responsable sur la performance financière.

## I. État de l'art

Notre premier chapitre nous a renseignés sur les origines du développement de la Responsabilité Sociale, Environnementale et Sociétale dans notre économie. Une multitude de théories en science financière sont également venues appuyer la mise en place des pratiques responsables. Cependant, la question de la responsabilité des firmes ne semble pas coïncider avec les théories financières traditionnelles. Deux courants idéologiques s'opposent quant aux effets des pratiques responsables sur la valeur des entreprises. Le premier considère que le marché est inefficace dans l'évaluation sur le long terme des valeurs intangibles et donc de la responsabilité. Il serait dans ce cas nécessaire d'incorporer un critère relatif du niveau de responsabilité des firmes lors de l'élaboration du portefeuille d'investissement. Ce courant défend également une corrélation positive entre le niveau de responsabilité et la performance financière des firmes. Le deuxième courant se rapproche des théories financières classiques. Il est opposé à l'incorporation de critère de sélection responsable lors de la constitution d'un portefeuille d'actions efficient, les considérations responsables étant assimilées à un coût pour l'investisseur.

De nombreuses recherches en science financière ont tenté d'éclaircir le débat et la validité des théories liées à la RSE. Leurs résultats laissent apparaître trois conclusions possibles quant à la relation entre performance responsable et performance financière selon Yang, Lin, et Chang (2010)<sup>176</sup>. La corrélation peut être positive, auquel cas une attitude responsable serait créatrice de valeur boursière. Elle peut également être nulle, donc sans effets sur la rentabilité d'un portefeuille d'actions. Enfin, une stratégie responsable pourrait mener à une diminution de la rentabilité du portefeuille. Ainsi, nous examinerons dans un premier temps les résultats des recherches financières sur le lien entre performance responsable et performance financière. Nous aborderons ensuite les méta-analyses et les limites de la recherche actuelle.

---

<sup>176</sup> Yang, F. J., Lin, C. W., & Chang, Y. N. (2010). « The Linkage Between Corporate Social Performance and Corporate Financial Performance ». *African Journal of Business Management*, 4(4), pp.406-413.

## A. Des résultats antagonistes

Les précédentes recherches ont étudié le sens et la force du lien entre performance responsable et performance financière. Les résultats et les méthodologies mises en place sont multiples et dissemblables. Les premières recherches défendent un lien positif, tandis que les secondes défendent une corrélation négative.

### 1. La performance responsable créatrice de performance financière

Les analyses d'événements sont très prolifiques sur le sujet de la RSE. Elles concluent pour la plupart à un effet positif de la responsabilité sur la préservation de la valeur des firmes les plus responsables. Godfrey, Merrill, et Hansen (2009) indiquent que l'investissement auprès des parties prenantes secondaires est créateur de valeurs actionnariales, lorsque l'entreprise fait face à des événements négatifs. Ils justifient cette relation par l'existence d'un « effet d'assurance » de la responsabilité. Cet effet est capable de limiter les chutes brutales de la valeur de l'entreprise sur les marchés financiers. Flammer (2013) conclut que la responsabilité environnementale constitue une ressource pour l'entreprise, les actionnaires réagissant positivement aux initiatives écoresponsables et négativement aux comportements nuisibles à l'environnement. Schnietz et Epstein (2005) consentent à la relation positive entre performance responsable et performance financière lors de l'apparition de crise<sup>177</sup>. Ducassy (2013) manifeste également de la constitution d'une réserve de valeur générée par les stratégies responsables. Cette réserve est susceptible de limiter les pertes des entreprises responsables, notamment durant la crise des *Subprimes* de 2008. Nakai, Yamaguchi, et Takeuchi (2011)<sup>178</sup> constatent également que les fonds d'investissement responsables au Japon ont été plus résistants suite à la chute de Lehmann Brother.

Au-delà des analyses liées à des événements spécifiques, plusieurs recherches ont démontré l'apport substantiel sur la valeur financière de stratégies d'investissement prenant en compte des critères responsables. Les approches globales de Callan et Thomas (2009) et

---

<sup>177</sup> Leur analyse se fonde sur la fin prématurée du sommet de l'organisation mondiale du commerce de 1999 à Seattle, du fait de nombreuses manifestations anti-globalisation

<sup>178</sup> Nakai, M., Yamaguchi, K., & Takeuchi, K. (2011). « Are SRI Funds More Resilient Towards the Global Financial Crisis ? ». *SSRN*.

Shalchian et *al.* (2012) affirment que les portefeuilles d'actions constitués d'actions responsables sont plus performants. Salama, Anderson, et Toms (2011) confirment la relation positive. Ils l'expliquent par le développement de la réputation et de la pression exercée sur les concurrents. Pour Jiao (2010), les critères responsables les plus à même de créer de la valeur actionnariale correspondent au développement du bien être des employés et des prérogatives environnementales. Les autres dimensions de la RSE seraient favorables aux managers et non aux actionnaires. Ces constats sont corroborés également dans des pays en voie de développement comme au Brésil par Ortas, Moneva, et Salvador (2012)<sup>179</sup>.

Des approches plus spécifiques, relatant d'un seul aspect de la responsabilité, indiquent également des effets bénéfiques des politiques responsables sur la performance financière. Derwall et *al.* (2005) constatent que les fortes capitalisations écologiquement efficaces surperforment les portefeuilles moins écoresponsables. L'impact positif des politiques responsables vis-à-vis des employés sur la performance financière a été mis en avant par Huselid (1995). L'auteur a démontré que des pratiques respectueuses des employés favorisent la performance financière de l'entreprise. Cette dernière diminuerait son turnover salarial, améliorant de ce fait l'expérience et la productivité de ses salariés. Edmans (2011) confirme cette observation, par la constatation de résultats financiers supérieurs sur le long terme. Il ajoute également que le marché faillit dans l'incorporation de ces valeurs immatérielles.

D'autres recherches ont été opérées sur des secteurs spécifiques. Soana (2011) a démontré qu'une partie de ses données concernant le secteur bancaire italien relate une corrélation positive entre performance responsable et performance financière. Simpson et Kohers (2002)<sup>180</sup> expriment la nécessité pour le secteur bancaire d'investir auprès des communautés, afin d'améliorer leurs performance financière au travers de stratégies responsables. Callado-Munoz et Utrero-Gonzalez (2011)<sup>181</sup> relatent également une corrélation positive entre performance responsable et performance financière. Ces auteurs montrent l'intérêt des consommateurs en direction des actions éthiques réalisées par les banques. De même, pour l'industrie des semi-conducteurs aux États-Unis, Lu, Wang, et Lee (2013)

---

<sup>179</sup> Ortas, E., Moneva, J. M., & Salvador, M. (2012). « Does Socially Responsible Investment Equity Indexes in Emerging Markets Pay Off ? Evidence From Brazil ». *Emerging markets Review*, 13, p.581-597.

<sup>180</sup> Simpson, W. G., & Kohers, T. (2002). « The Link Between Corporate Social and Financial Performance: Evidence from the Banking Industry ». *Journal of Business Ethics*, 35(2), pp.97-109.

<sup>181</sup> Callado-Munoz, F. J., & Utrero-Gonzalez, N. (2011). « Does It Pay to Be Socially Responsible ? Evidence From Spain's Retail Banking Sector ». *European Financial Management*, 17(4), p.755-787.

constatent un effet négatif sur le court terme, mais qui à long terme donne un avantage compétitif .

Des résultats identiques aux recherches précédentes ont été obtenus par Waddock et Graves (1997) ainsi que Surroca, Tribó, et Waddock (2010). Néanmoins, ces auteurs posent la question de l'origine du lien. L'existence d'une corrélation positive entre performance responsable et performance financière est-elle être imputable à une bonne stratégie responsable ou à une bonne performance financière ? Waddock et Graves (1997) soutiennent la théorie des ressources de trésorerie (« *slack resources theory* »). Les entreprises caractérisés par une très forte rentabilité financière devraient être plus à même d'investir dans des actions responsables. D'après leurs résultats, Surroca, Tribó, et Waddock (2010) considèrent qu'il n'existe pas de relation directe entre performance financière et performance responsable. Ce lien est indirectement arbitré par les valeurs incorporelles de la firme. Ce mécanisme peut selon les auteurs s'articuler comme un cercle vertueux. Il est alors difficile d'établir des conclusions quant au sens de la relation.

## 2. Une performance conditionnée et coûteuse pour l'actionnariat

Plusieurs auteurs ont conclu à une corrélation positive entre la performance responsable et la performance financière. Si une majorité d'articles vont dans ce sens, d'autres recherches viennent limiter la force de ce lien ou proposer une lecture en totale opposition.

Une corrélation positive n'est pas inéluctable entre la responsabilité et la performance financière. McWilliams et Siegel (2001) observent une relation neutre entre les activités responsables et la performance financière de la firme. Cordeiro et Sarkis (1997) considèrent que sur le long terme les entreprises écoresponsables ne perdent pas systématiquement de l'argent même si les analystes anticipent systématiquement une diminution des revenus de la firme. Les résultats peuvent dépendre des critères de responsabilité retenus. Hillman et Keim (2001) obtiennent des effets contraires sur la performance financière, si la performance responsable est relative au management des parties prenantes ou à la participation au sein d'actions sociales. Les auteurs expliquent l'ambiguïté de certains résultats du fait de l'agrégation de deux caractères de la responsabilité aux effets opposés.

Oikonomou, Brooks, et Pavelin (2012) affirment qu'il ne subsiste pas de gain ou de perte possible par l'investissement sur différents niveaux de responsabilité. Il est selon eux nécessaire de différencier entre actions responsables corrélées positivement mais de façon non significative avec le risque systématique et les actions irresponsables positivement et significativement liées au risque financier. Oikonomou, Brooks, et Pavelin (2014) mettent également en évidence la nécessité d'une sélection spécifique de critères positifs et négatifs afin de créer une surperformance financière pour l'investisseur. La prise en compte globale des critères de responsabilité ne pourra pas être bénéfique dans l'élaboration d'un portefeuille efficient. L'apport de rentabilité par la responsabilité est, selon Harjoto et Jo (2011), lié à la volonté d'engagement de la firme dans sa responsabilité. Seules les actions responsables qui limitent les conflits avec les parties prenantes sont susceptibles de générer une meilleure performance financière. La mise en place d'une responsabilité à des fins stratégiques ne se concrétise pas en une amélioration de la rentabilité. Enfin, le surinvestissement dans des actions responsables serait le fruit de stratégies d'enracinement des managers.

D'autres auteurs ont mis en exergue une corrélation négative entre le niveau de responsabilité et la performance financière de la firme. L'analyse des effets de la certification au Canada de Bouslah et *al.* (2010) a montré que l'amélioration de la performance environnementale, par le biais de certifications, ne permet pas nécessairement une augmentation de la rentabilité pour les actionnaires. Les managers adoptent des certifications à des fins éthiques et non de rentabilité. D'autre part, Lee et Faff (2009) ont observé que les portefeuilles d'actions responsables sous-performaient les portefeuilles traditionnels. Leurs conclusions se positionnent à contre-courant de la majorité des résultats en la matière. De manière analogue, Renneboog, Ter Horst, et Zhang (2008)<sup>182</sup> ont analysé la performance de différents fonds responsables sur une pluralité de continent. Ils concluent qu'une majorité des fonds responsables d'Europe, d'Amérique du Nord et d'Asie-Pacifique sous-performent leurs benchmarks. Enfin, Dupré et *al.* (2006) mettent également en évidence la sous-performance des titres éthiques sur le marché européen.

*« La sous-performance des titres éthiques, sur la période d'étude, est davantage due à un sacrifice financier accepté par les investisseurs socialement responsables pour détenir*

---

<sup>182</sup> Renneboog, L., Ter Horst, J., & Zhang, C. (2006). « The Price of Ethics and Stakeholder Governance : The Performance of Socially Responsible Mutual Funds ». *Journal of Corporate Finance*, 14(3), pp.302-322.

*des titres éthiques qu'à une prime de risque exigée par des investisseurs à rationalité purement financière pour détenir des titres à fort risque social » (Dupré et al., 2006, p.59)<sup>183</sup>.*

Ainsi, la performance responsable n'est pas invariablement génératrice de performance financière pour l'entreprise. Une corrélation positive entre performance responsable et performance financière est soumise à plusieurs considérations importantes. Les critères retenus dans l'approche du niveau de responsabilité sont déterminants sur les résultats obtenus. Les raisons de la mise en place des actions responsables au sein des firmes semblent être décisives sur les effets sur la performance financière. Il est possible que la responsabilité soit un coût consenti par les investisseurs. Ces articles sont en opposition avec la majorité des recherches sur la question et ne corroborent pas la théorie des parties prenantes de Friedman.

## B. Synthèse et limites de la recherche

La recherche d'une conclusion claire quant aux effets de la responsabilité sociale, environnementale et sociétale a été réalisée au travers de différentes méta-analyses. Ces analyses consistent en une agrégation des résultats de différents articles. La méta-analyse de Orlitzky, Schmidt, et Rynes (2003)<sup>184</sup> constitue l'un des premiers travaux en la matière. Ces auteurs ont examiné près de cinquante-deux articles sur trente années de recherche. Ils concluent à une relation positive de la relation entre performance sociale et performance financière. Néanmoins, cette relation reste faible et fortement dépendante des méthodologies de recherche utilisées. Le lien n'est pas directionnel mais bidirectionnel et simultané. Leurs conclusions confirment les apports théoriques du cercle vertueux et de la « *slack of resource theory* ». Les auteurs pointent également l'importance de la réputation sur la relation.

D'autres méta-analyses sont venues renforcer ces premières conclusions. Nous retrouvons celle d'Allouche et Laroche (2005)<sup>185</sup> qui conclut également à un impact positif sur la performance financière. La méta-analyse se base sur trois cent soixante-treize observations et quatre-vingt-deux études au sein des marchés américain et anglais. Plus

---

<sup>183</sup> Dupré, D., Louvet, P., Girerd-Potin, I., & Jimenez-Garces, S. (2006). *Ibid.* p.59.

<sup>184</sup> Orlitzky, M., Schmidt, F. L., & Rynes, S. L. (2003). « Corporate Social and Financial Performance : A Meta-Analysis ». *Organization Studies*, 24(3), pp.403-441

<sup>185</sup> Allouche, J., & Laroche, P. (2005). « A Meta-Analytical Investigation of the Relationship Between Corporate Social and Financial Performance ». *SSRN*, p.18.

récemment, la méta-analyse de Margolis, Elfenbein, et Walsh (2009)<sup>186</sup> a élargi la base de données en incluant dans celle-ci deux cent cinquante et une études s'échelonnant sur près de trente-cinq années entre 1972 et 2007. Les conclusions apportées corroborent les précédentes méta-analyses en apportant quelques précisions. L'article confirme l'effet positif de la responsabilité sociale, environnementale et sociétale sur la performance financière. Cet impact est caractérisé comme faible, positif et significatif. En outre, la performance sociale ne pénalise pas les entreprises mais elle ne promet pas nécessairement des résultats. Selon ces auteurs, les politiques stratégiques que nous qualifierions d'irresponsables ont un effet plus marqué sur la performance financière que des événements positifs. Les auteurs rappellent que les gains économiques ne sont pas les seules raisons de l'instauration de stratégies responsables. Les méta-analyses confirment la difficulté d'un consensus de la sphère financière quant aux effets de la responsabilité sociale, environnementale et sociétale sur la performance financière des firmes.

Du point de vue méthodologique, ces études nous apportent des éléments essentiels à l'élaboration de nouvelles recherches. Tout d'abord, l'impact de la responsabilité est plus prononcé sur des mesures comptables que sur des données de marché. Selon Allouche et Laroche (2005)<sup>187</sup>, trop peu d'études se sont appuyées sur des mesures de marché. Il serait intéressant d'examiner les valeurs financières et les réactions des investisseurs vis-à-vis du niveau de responsabilité de l'entreprise. Margolis, Elfenbein, et Walsh (2009)<sup>188</sup> invitent à prendre en considération le secteur, le niveau de risque et la taille de l'entreprise. La mise en place d'analyses longitudinales semble également propice à la compréhension de la relation entre performance responsable et performance financière (Orlitzky, Schmidt, et Rynes (2003)<sup>189</sup>.

Enfin, les limites de nombreuses recherches proviennent de l'évaluation du niveau de responsabilité. Margolis, Elfenbein, et Walsh (2009)<sup>190</sup> considèrent que la validation de certaines études est compliquée du fait de l'existence d'imperfections dans les mesures de responsabilité. En effet, comme nous avons pu l'expliquer dans notre premier chapitre, une majorité d'articles consultés restent flous quant à l'approche responsable retenue. La mise en place d'une note claire et respectueuse de la définition de la responsabilité sociale,

---

<sup>186</sup> Margolis, J. D., Elfenbein, H. A., & Walsh, J. P. (2009). « Does It Pay to Be Good... And Does It Matter ? A Meta-Analysis of the Relationship Between Corporate Social and Financial Performance ». *SSRN*, p.68.

<sup>187</sup> Allouche, J., & Laroche, P. (2005). *op. cit.* p.18.

<sup>188</sup> Margolis, J. D., Elfenbein, H. A., & Walsh, J. P. (2009). *op. cit.* p.68.

<sup>189</sup> Orlitzky, M., Schmidt, F. L., & Rynes, S. L. (2003). *op. cit.* p.425.

<sup>190</sup> Margolis, J. D., Elfenbein, H. A., & Walsh, J. P. (2009). *op. cit.* p.28.

environnementale et sociétale est la première condition à la validation des recherches en la matière. Il est également préférable de faire appel à des données provenant d'une tierce partie telle qu'une agence de notation, les indices de réputation et les données en provenance des firmes étant fortement biaisés.

Ainsi, la difficulté de trouver un consensus quant à la relation entre performance responsable et performance financière est liée à l'hétérogénéité des effets des politiques responsables sur l'entreprise. En effet, les stratégies responsables peuvent concourir à de multiples buts. Elles peuvent prétendre à des objectifs internes relatifs à l'amélioration de l'appareil productif de l'entreprise, la gestion des ressources humaines et matérielles, la diminution des risques liés à des raisons sociales et environnementales, l'intérêt majeur consistant à la résolution des conflits avec les parties prenantes clefs de l'entreprise. Les stratégies responsables concourent également à des objectifs externes ou macro-économiques. Le caractère « *softlaw* » de la responsabilité sociale, environnementale et sociétale permettrait de se prémunir du risque réglementaire. Nous proposerons d'étoffer l'analyse du lien entre performance responsable et performance financière tout en apportant une analyse plus fine et constituée sur une base de données plus conséquente.

## II. Hypothèses

Nous avons développé plusieurs hypothèses relatives aux considérations générales des pratiques responsables et de l'état de l'art financier. Nous distinguerons quatre grands thèmes. Nous approcherons la question de l'apport de rationalité pour les portefeuilles d'actions. Nous réinterrogerons le sens et la force de la relation entre la performance responsable et la performance financière, le débat restant d'actualité au sein de la littérature. En outre, l'image des entreprises est souvent mise en avant comme incubateur de performance financière. Nous proposerons une approche de la médiatisation sur les effets de la responsabilité. Enfin, il semble essentiel d'interpréter le lien entre performance financière et performance responsable en optant pour une distinction par secteur.

## A. La RSE, un nouvel ancrage de rationalité

La notion de rationalité est déterminante dans la science économique et financière. La rationalité se définit comme une décision logique, raisonnable et conforme au bon sens. Elle fait écho à la notion de justesse. La rationalité est soumise à la subjectivité des acteurs. L'influence des courants idéologiques historiques n'est pas sans conséquence sur l'action des agents. Les modèles libéraux considèrent que les agents et donc les investisseurs suivent une rationalité dite économique. Celle-ci est définie comme un calcul personnel qui maximise l'utilité propre de l'agent. L'utilité d'un investisseur consiste à maximiser la rentabilité de ses investissements tout en limitant les risques. Il suffit ainsi de suivre les modèles rentabilité-risque comme le Modèle d'Évaluation Des Actifs Financiers (MEDAF), à la condition que l'efficience du marché soit forte. Dans cette perspective, le prix des actifs centralise l'ensemble de l'information disponible sur le marché. Or, nous avons rappelé préalablement que la formation de bulles spéculatives va dans le sens d'une forme semi-forte du marché. Celui-ci serait dans l'incapacité de regrouper l'ensemble des informations disponibles, ce qui engendre des situations d'asymétries d'informations. La rationalité économique s'établit sur la base de calcul erroné. Le comportement d'imitation et les certitudes des investisseurs mènent à des situations contraires aux l'objectifs de maximisation de l'utilité. Ce constat a été interprété par Shiller comme des « exubérances irrationnelles ». L'apparition de bulles spéculatives en est la conséquence. Le concept de rationalité limité de Simon est préférable. Il suggère la nécessité de prendre des précautions vis-à-vis du marché. En effet, le calcul de maximisation de l'utilité des investisseurs se base sur les seules informations disponibles, le marché échouant dans la collecte totale de l'information. Les choix dis rationnels se limitent à la compréhension de l'univers visible par l'investisseur. Shiller défend la création d'ancres psychologiques limitant les comportements contraires à la rationalité propre aux individus, donc irrationnels.

Nous posons le postulat que la responsabilité sociale, environnementale et sociétale pourrait jouer le rôle d'ancre psychologique pour les investisseurs. En effet, la mise en place de politiques d'investissement responsables au sein d'une firme n'est pas assimilable à une logique spéculative. Ces investissements permettent l'ancrage de l'entreprise dans la société tout en améliorent ses actifs intangibles. Le facteur responsable devrait avoir un comportement similaire aux valeurs refuges connues. Cette équivalence peut s'exprimer par une rentabilité moyenne supérieure pour les firmes éthiques par rapport à celles qui ne le sont

pas ou du moins peu éthiques. Cette approche s'inscrit dans la nécessité de prendre en compte des critères économiques dans la construction des portefeuilles d'actions (Ross, 2017)<sup>191</sup>.

*H1 : Les mesures de responsabilité permettraient d'apporter une forme de rationalité financière susceptible de faire corroborer les choix d'investissement aux réalités économiques.*

Notre deuxième hypothèse est également liée à la question de la rationalité économique et de la valeur refuge. Cette dernière sous-tend une question de variabilité de la considération de la RSE par les investisseurs. Les effets de la responsabilité sur la performance financière des firmes ne devraient pas être constants dans le temps. Cette versatilité peut s'interpréter de deux manières sur notre période d'analyse allant de 1991 à 2012.

Tout d'abord, au sein du premier chapitre nous avons abordé le caractère récent de la responsabilité en science de gestion apparu avec la notion de partie prenante de Freeman dans les années 1980. L'approche gestionnaire et financière de la responsabilité ne prend son essor qu'au début des années 1990. Le développement tardif de la RSE dans les stratégies d'investissement, l'apparition d'indices éthiques ou encore le développement des agences de notation responsables suggère un impact plus important de la RSE dans la dernière décennie. De plus comme nous l'avons mentionné précédemment, les innovations technologiques ont permis une diffusion quasi immédiate de l'information. L'impact médiatique est d'autant plus fort que des coalitions de consommateurs ou d'investisseurs peuvent se former aisément au travers des réseaux sociaux. Les effets peuvent se révéler positif ou négatif pour la valeur financière, du fait que les parties prenantes ont des moyens supplémentaires de faire entendre leurs voix et d'impacter la vie économique des firmes.

Dans un deuxième temps, l'inconstance des effets de la responsabilité s'expliquerait par la volonté des investisseurs de limiter l'asymétrie d'information. La recherche d'une information complète devrait être prépondérante lorsque que les investisseurs ont une méfiance envers le marché. Cette méfiance serait plus forte à l'occasion d'une crise et à la

---

<sup>191</sup> Ross, S. A. (2017). *op. cit.*, p.5.

suite de celle-ci. Si nous prenons en compte les deux crises majeures et plus particulièrement celle de 2008, la recherche par les banques d'une maximisation des profits au détriment de leur niveau de risque a mené à la perte quasi-totale des gains réalisés sur les périodes précédentes. Cette prise de risque a pu mener à la disparition d'entreprises, à l'image de Lehman Brother. Concernant la bulle Internet des années 2000, les investissements imprudents dans des valeurs technologiques évaluées de manière trop optimiste ont mené à la création d'une bulle spéculative. Nous postulons que suite à l'explosion des bulles financières, les firmes responsables devaient être préférées car leurs investissements semblent plus stables du fait d'une valorisation de long terme par le développement d'un *goodwill*. Ainsi, le pouvoir explicatif de la responsabilité dans la constitution de la rentabilité devrait être plus intense à l'issue d'une période de crise. Les prises de conscience des agents devraient permettre une meilleure rentabilité des firmes responsables dans ces périodes de troubles économiques. Cette théorie suit les conclusions de Ducassy (2013) relatives à la préservation de la valeur en temps de crise pour les firmes responsables.

*H2 : Les effets de la responsabilité ne sont pas constants dans le temps. Ils seraient influencés par l'apparition de crises financières et par l'intérêt croissant de la population vis-à-vis des politiques responsables.*

*H2a : Les effets de la responsabilité ne sont pas constants dans le temps. La prise en compte et l'impact de la responsabilité devraient être supérieurs sur la période 2003-2012 que sur 1992-2002.*

*H2b : Les effets de la responsabilité ne sont pas constants dans le temps. L'effet sur la rentabilité des entreprises devrait être plus fort et manifeste après les crises économiques.*

Ainsi, la responsabilité se caractériserait comme une variable équivalente à une mesure de rationalité qui permettrait de se protéger des pertes de valeur brutales liées aux crises financières. De plus, cette première considération implique une inconstance des effets

de la responsabilité dans le temps. Cette inconstance est le fait des préférences culturelles des investisseurs et de l'aversion aux risques qui au gré des contextes économiques et historiques se modifient.

## B. Les effets de la RSE sur la rentabilité d'un portefeuille d'actions

Si l'effet de la responsabilité dans le calcul de la performance financière n'est pas constant, il est important de connaître la forme de la relation entre la performance financière et le niveau de responsabilité d'une firme. Il est nécessaire de questionner la significativité de la responsabilité dans un modèle d'évaluation des actifs financiers. L'apport de critères qualitatifs à la diversification d'un portefeuille est bénéfique pour le risque de l'entreprise. Ces critères peuvent limiter le risque lorsqu'ils sont employés de manière défensive en tant que facteurs dans l'allocation des ressources (Bass, Gladstone, et Ang, 2017)<sup>192</sup>. Ils réduisent également les risques extrêmes (Bender et Samanta, 2017)<sup>193</sup>.

L'opposition idéologique en science financière sur la question de la responsabilité suppose deux conclusions possibles. La première propose une utilisation des actions responsables afin d'améliorer la performance financière de long terme. La deuxième considère la performance responsable comme dommageable pour la rentabilité financière. Au vu des résultats des recherches des deux dernières décennies, il semblerait que la performance responsable agisse positivement sur la performance financière. Cependant, cette relation n'est pas nette et la question reste en suspens. Nous opterons au vu des résultats des études antérieures pour une considération positive de la relation responsabilité-rentabilité. Nos hypothèses seront développées dans ce sens.

Ainsi, les actes jugés responsables devraient s'assimiler à des forces pour l'entreprise. Un niveau élevé d'actions éthiques serait alors positivement corrélé à la performance financière. En effet, plusieurs articles étayaient cette relation : l'amélioration de la réputation, le développement d'un capital irréplicable, la création d'un *goodwill*, la mise en place d'un

---

<sup>192</sup> Bass, R., Gladstone, S., & Ang, A. (2017). *op. cit.*, p.38.

<sup>193</sup> Bender, J., & Samanta, R. (2017). « Quality Assurance: Demystifying the Quality Factor in Equities and Bonds ». *The Journal of Portfolio Management*, 43(5), p.95.

cercle vertueux sur le long terme. Le développement d'une stratégie responsable serait sur le long terme positif pour la performance de l'entreprise et donc de sa valeur financière.

*H3a : Le niveau d'action responsable impacte positivement et de manière significative la performance financière des firmes.*

Nous opposons aux actions responsables les actes jugés irresponsables. Ces derniers sont considérés comme des faiblesses. Plus le niveau d'externalité négative est élevé et plus la performance financière sera impactée négativement. Cette relation s'explique tout d'abord par des coûts supplémentaires sur l'activité de l'entreprise. La réputation peut également être entachée par des événements occasionnant un signal négatif pour les investisseurs. Enfin, des groupes de pressions peuvent se former à l'encontre des firmes jugées irresponsables.

*H3b : Le niveau de faiblesse est négativement et significativement corrélé à la performance financière des firmes.*

Enfin, il est possible de prendre en compte une valeur globale des actions responsables. Il faut alors consentir au fait que des actes responsables (forces) puissent compenser les externalités négatives des firmes (faiblesses). Dans ce cas, le niveau de responsabilité globale de la firme ou du portefeuille sera positivement corrélé à la performance financière. Les effets positifs devraient compenser les effets négatifs.

*H3c : La performance financière est positivement et significativement corrélée au niveau de responsabilité globale de l'entreprise.*

Cette dernière hypothèse soulève la possibilité d'associer les forces et les faiblesses dans une même mesure de responsabilité. Cependant, cet entrelacement d'actions de

différentes natures peut conduire à obscurcir la mesure responsable. En effet, si on prend en compte la psychologie cognitive des investisseurs ou « *social judgment theory* » (Mishina, Block, et Mannor, 2012)<sup>194</sup>, une information négative aura plus d'impact sur les individus qu'une information jugée positive, les investisseurs réalisent des investissements dans le cas où les actions de l'entreprise sont en accord avec leurs principes. Il existerait ainsi une hiérarchie de l'information responsable. Une information négative affecterait plus fortement la firme qu'une information positive (Mishina, Block, et Mannor, 2012)<sup>195</sup>. Les dommages causés par une marée noire ne peuvent être compensés intégralement par des dons à des associations écologiques. La mise à nu de malversations sur les produits et les agissements d'une entreprise ne peuvent être excusés par une action d'aide auprès des plus démunis. À court terme, le jugement immédiat de l'information ne permet pas une prise de hauteur susceptible de tempérer les effets sur la rentabilité d'une action. La nébuleuse créée par une unique note globale de responsabilité devrait se révéler moins significative qu'une prise en compte dissociée des actions responsables et des actions irresponsables. Nous faisons l'hypothèse qu'il est préférable d'étudier séparément les actes de responsabilité.

*H4 : L'approche de la responsabilité par le biais d'une note globale rassemblant forces et faiblesses devrait se révéler moins probante que l'analyse par les forces ou les faiblesses.*

Ainsi, la performance financière d'un portefeuille d'actions serait affectée positivement par le niveau de responsabilité qui le caractérise. Ce schéma s'inscrit dans une approche positive des effets de la RSE. Elle permettrait sur le long terme de développer la performance financière au travers des différents mécanismes que nous avons déjà pu aborder dans le chapitre I. De plus, il serait davantage intéressant de prendre en compte séparément les actions positives et négatives, afin d'éviter un brouillard informationnel.

---

<sup>194</sup> Mishina, Y., Block, E. S., & Mannor, M. J. (2012). « The Path Dependence of Organizational Reputation : How Social Judgment Influences Assessments of Capability and Character ». *Strategic Management Journal*, 33(5), pp.459-477.

<sup>195</sup> Mishina, Y., Block, E. S., & Mannor, M. J. (2012). *Ibid.* p.462.

## C. L'importance de la médiatisation

La possibilité d'une hétérogénéité des effets des stratégies responsables sur la performance financière questionne le traitement et la diffusion de ces stratégies. Nous avons postulé préalablement que l'émergence des technologies permettait l'essor de la responsabilité et de sa considération dans les différents domaines de gestion. Une part des effets positifs de la responsabilité reste discrète d'un point de vue médiatique et ne produit ses effets qu'à long terme sur la rentabilité financière des entreprises. Cependant, une part importante de l'impact des politiques responsables sur les marchés financiers est grandement liée aux effets d'annonces et aux moyens mis en place pour améliorer ou limiter la diffusion de ces informations sur les marchés.

De fait, la place des firmes sur l'échiquier médiatique peut expliquer une part importante de la réussite des stratégies responsables des entreprises. Ainsi, les entreprises les plus populaires, dont la place dans les médias fait régulièrement écho, devraient être plus aptes à tirer profit d'actions responsables positives. D'autre part, il est davantage aisé pour un investisseur d'obtenir des informations concernant les firmes issues d'indices connus (S&P 500, Dow Jones etc.) que celles n'étant pas circonscrites dans un espace reconnaissable. Une stratégie responsable aura une incidence supérieure sur le marché si l'entreprise est une valeur connue. A contrario, nous pouvons espérer que l'impact d'éléments négatifs soit également plus important. La médiatisation peut amplifier une information négative et être fortement nuisible à la performance de la firme en comparaison à une firme peu médiatisée. Selon Waddock et Graves (1997)<sup>196</sup>, le lien entre performance responsable et performance financière n'est pas direct. Ce lien est arbitré par les valeurs incorporelles et donc les parties prenantes. La médiatisation peut alors être un incubateur puissant.

*H5 : La responsabilité devrait avoir un impact plus important sur la performance financière des firmes plus exposées médiatiquement.*

---

<sup>196</sup> Waddock, S. A., & Graves, S. B. (1997). *op. cit.* p.315.

## D. L'impact sectoriel

Notre univers d'analyse est composé d'un ensemble de secteurs distincts. Or, l'activité des firmes détermine le rayon d'action possible de leurs stratégies responsables. Les actes responsables sont déterminés par la nature de l'entreprise. Une action significative sur le niveau de rejet de CO2 aura des proportions différentes si l'entreprise évolue dans le secteur de l'industrie lourde ou sur le secteur bancaire. De même le recyclage des déchets prend une forme tout autre si l'entreprise appartient au secteur industriel plutôt que tertiaire. De plus, des secteurs peuvent être mis en avant dans l'économie du fait de l'existence d'un lien historique entretenu entre un pays et son industrie. Par exemple, les entreprises présentes sur le marché des énergies sont observées à la loupe du fait qu'elles exploitent des biens communs. Leurs externalités négatives peuvent de ce fait avoir des conséquences importantes sur l'environnement géographique proche. De plus, certains faits économiques peuvent mettre en avant un secteur. La crise des *Subprimes* a par exemple posé la question de la responsabilité du secteur financier et mené à des réformes à son égard. Il n'est pas improbable que le secteur détermine l'importance de la RSE dans la rentabilité d'un portefeuille d'actions.

*H6 : Les effets de la RSE sont déterminés par le secteur dans lequel la firme a développé son cœur de métier.*

Cette question est notable au sein d'une stratégie d'investissement. Elle peut conditionner la nécessité de faire appel à de l'information responsable en fonction des secteurs. La recherche d'informations extra-financières peut se révéler coûteuse, il conviendrait d'éviter des dépenses inutiles si la rentabilité d'un portefeuille sectoriel n'est pas déterminée par son niveau de responsabilité. Les secteurs non impactés par le niveau de responsabilité ne nécessiteraient pas de processus de sélection négatif ou positif.

Au fil de notre analyse, nous projetons d'apporter des réponses à ces hypothèses. Nous considérerons que la responsabilité apporte de la rationalité et permette de se prémunir des effets des bulles spéculatives. En outre, la rentabilité d'un portefeuille serait positivement corrélée au niveau de la responsabilité, mais de manière inconstante sur la période observée.

Enfin, les effets de la responsabilité seraient hétérogènes. Ils seraient déterminés par l'exposition médiatique et le secteur d'activité de la firme. Ces réponses devraient apporter un éclairage sur les effets de la RSE vis-à-vis de la performance financière tout en caractérisant les effets.

### III. Méthodologie

Notre méthodologie a pour but de répondre aux hypothèses développées précédemment. Notre objectif principal consiste à évaluer l'importance du niveau de responsabilité des firmes dans le calcul de la performance d'un portefeuille d'actions. Il est en effet nécessaire de comprendre l'intérêt de l'information responsable dans l'optimisation d'un portefeuille d'actions. Un effet positif justifierait l'essor croissant de l'information dite responsable ou extra-financière. Pour ce faire, nous enrichissons le modèle Fama-French usuel d'un facteur rendant compte du niveau de la responsabilité, de l'irresponsabilité ou d'un facteur synthétique de ces deux variables. Nous justifierons d'une approche historique et longitudinale.

#### A. Le modèle Fama-French-responsable

##### 1. Le MEDAF

La théorie financière est depuis les années soixante fortement empreinte du modèle d'évaluation des actifs financiers (MEDAF), développé par Sharpe (1964), Lintner (1965), Black et Fischer (1972). Au fil des développements théoriques et mathématiques, ces auteurs ont démontré que le portefeuille de marché ne pouvait être battu par d'autres stratégies d'investissement. Ce modèle implique que la rentabilité d'un portefeuille d'actions est fonction du niveau de marché, le marché étant représenté comme l'ensemble des actifs disponibles dans l'économie. La prime de rentabilité d'un actif peut alors être calculée par la corrélation de l'actif par rapport à la rentabilité du marché. La connaissance du Bêta de l'entreprise par rapport au marché suffit à obtenir la rentabilité espérée de la firme. Cette

assomption s'applique également pour un portefeuille d'actifs. Ce modèle est très largement utilisé dans les milieux professionnels et scientifiques.

Équation 7 : Équation du MEDAF

$$E(R_{i,t}) - R_{f,t} = \alpha_i + \beta_i(E(R_{m,t}) - R_{f,t})$$

Avec :

$E(R_{i,t})$  : Correspond à l'espérance de rentabilité du titre  $i$  sur la période  $t$ . Les rentabilités utilisées dans notre étude seront historiques. Elles nous permettent de calculer le coefficient du Bêta. Nous emploierons des rentabilités logarithmiques historiques :

Équation 8 : Calcul de la rentabilité d'un actif

$$E(R_{i,t}) = \text{Ln}\left(\frac{\text{Prix}_{i,t}}{\text{Prix}_{i,t-1}}\right)$$

$R_{f,t}$  : Correspond au taux sans risque, c'est-à-dire le taux moyen interbancaire.

$\alpha_i$  : Correspond au risque spécifique de la firme. Ce risque n'est pas dépendant du marché et constitue une prime supplémentaire non prédite par le marché. Il mesure la surperformance ou la sous-performance d'un titre par rapport à son niveau théorique sur le marché.

$E(R_{i,t}) - R_{f,t}$  : La différence entre la rentabilité du titre  $i$  et le taux sans risque de la même période, ce qui équivaut à la prime de risque accordée par le marché.

$E(R_{m,t})$  : Correspond à l'espérance de rentabilité du marché.

$\beta_i(E(R_{m,t}) - R_{f,t})$  : Correspond au risque systématique du titre  $i$ . En effet, l'entreprise est rémunérée par rapport à la performance du marché.

$\beta_i$  : Le Bêta d'une firme correspond à la corrélation du titre  $i$  par rapport à la performance du marché.

$$\beta_i = \frac{Cov(r_i; r_m)}{Var(r_m)}$$

## 2. Le modèle Fama-French-Responsable

Dès le début des années 1980, plusieurs anomalies sont constatées à l'encontre du modèle d'évaluation des actifs financiers (MEDAF). Les limites récurrentes à l'utilisation du MEDAF ont été confirmées au sein des articles Fama et French (1992)<sup>197</sup>, Fama et French (1993)<sup>198</sup>. Leur modèle se fonde sur les recommandations de plusieurs articles critiques à l'encontre du MEDAF. Tout d'abord, Banz (1981)<sup>199</sup> met en avant des anomalies récurrentes liées aux effets de la taille de l'entreprise sur la rentabilité. L'importance de l'effet de levier, c'est-à-dire la rentabilité d'un investissement par rapport à son coût de financement, est soulevé par Bhandari (1988)<sup>200</sup>. Ensuite, le ratio valeur comptable sur valeur de marché est selon Stattman (1980)<sup>201</sup> Rosenberf, Reid, et Lanstein (1985)<sup>202</sup> positivement corrélé à la rentabilité des actions. Enfin, le ratio niveau de profit sur le prix de l'action expliquerait selon Basu (1983)<sup>203</sup> la rentabilité moyenne des actions. L'article de Fama et French (1992) a mis en exergue les facteurs primordiaux palliant les limites relatives au MEDAF. Selon les auteurs, la taille de l'entreprise exprimée par la capitalisation boursière de l'actif et le ratio valeur comptable sur la valeur de marché expliquent la rentabilité moyenne des actions. Ces nouveaux facteurs ont l'avantage de ne pas être corrélés au facteur préexistant dans le MEDAF.

---

<sup>197</sup> Fama, E. F., & French, K. R. (1992). « The Cross-Section of Expected Stock Returns ». *The Journal of Finance*, 47(2), pp.427-465.

<sup>198</sup> Fama, E. F., & French, K. R. (1993). « Common Risk Factors in the Returns on Stocks and Bonds ». *Journal of Financial Economics*, 33(1), pp.3-56.

<sup>199</sup> Banz, R. W. (1981). « The Relationship Between Return and Market Value of Common Stocks ». *Journal of Financial Economics*, 9(1), pp.3-18.

<sup>200</sup> Bhandari, L. C. (1988). « Debt/Equity Ration and Expected Common Stock Returns : Empirical Evidence ». *The Journal of Finance*, 43(2), pp.507-528

<sup>201</sup> Stattlan, D. (1980). « Book Values and Sotck Returns ». *The Chicago MBA: A Journal of Selected Papers*, 4, pp.25-45

<sup>202</sup> Rosenberf, B., Reid, K., & Lanstein, R. (1985). « Persuasive Evidence of Market Inefficiency ». *The Journal of Portfolio Management*, 11, pp.9-16.

<sup>203</sup> Basu, S. (1983). « The Relationship Between Earnings' Yied, Market Value and Return for NYSE Common Sotcks : Futher Evidence ». *Journal of Financial Economics*, 12(1), pp.129-156

Équation 10 : Équation du modèle Fama-French

$$E(R_{i,t}) - R_{f,t} = \alpha_i + \beta_i(E(R_{m,t}) - R_{f,t}) + \gamma_iSMB_t + \delta_iHML_t$$

Avec :

$SMB_t$  : Correspond à la variable taille du modèle « *Small Minus Big* ». Ce facteur est égal à la différence de rentabilité entre les firmes à petite capitalisation boursière et les firmes à forte capitalisation boursière.

$HML_t$  : Correspond à la variable liée au ratio valeur comptable sur la valeur de marché « *High Minus Low* ». Ce facteur est égal à la différence entre la rentabilité d'un portefeuille d'actions à ratio élevé et un portefeuille de firmes ayant un ratio faible.

$\gamma_i$  et  $\delta_i$  : sont respectivement les coefficients des facteurs SMB et HML.

Le MEDAF a été jugé efficace pour la période antérieure aux années 1970 par Jensen, Black, et Scholes (1972)<sup>204</sup> et Fama et MacBeth (1973)<sup>205</sup>. Cependant, Fama et French montrent que la relation positive entre la rentabilité moyenne des actions et le Bêta n'est plus d'actualité dans la période entre 1963 à 1990. Le modèle Fama-French a été bien accueilli dans la science financière pour plusieurs raisons. Tout d'abord, il ne remet pas totalement en cause le modèle du MEDAF mais cherche à le perfectionner. L'information et l'efficacité du modèle préexistant sont conservées. Il n'y a ainsi aucune perte d'informations. Ensuite, les deux facteurs retenus ont l'avantage d'être très accommodants, car fondés sur des informations disponibles par quelconques investisseurs. Ils sont également aisés à calculer.

Plus récemment, Fama et French (2015)<sup>206</sup> ont développé un modèle à cinq facteurs, complétant leur modèle initial par des facteurs de profitabilité et d'investissement. Une multitude de facteurs ont également vu le jour à l'exemple du *Momentum* de Carhart (1997)<sup>207</sup>. Globalement, les facteurs relatent les questions liées à la taille, la volatilité, la

---

<sup>204</sup> Jensen, M. C., Black, F., & Scholes, M. S. (1974). « The Capital Asset Pricing Model : Some Empirical Tests ». *SSRN*, p.54.

<sup>205</sup> Fama, E. F., & MacBeth, J. D. (1973). « Risk, Return, and Equilibrium : Empirical Tests ». *Journal of Political Economy*, 81, pp.607-636.

<sup>206</sup> Fama, E. F., & French, K. R. (2015). « A Five-Factor Asset Pricing Model ». *Journal of Financial Economics*, 116(1), pp.1-22.

<sup>207</sup> Carhart, M. M. (1997). « On Persistence in Mutual Fund Performance ». *The Journal of Finance*, 52(1), pp.57-82.

rentabilité, l'effet de levier, les effets de périodes, etc. Les modèles d' « *arbitrage pricing theory* » (APT) ont l'avantage de ne pas se baser sur les assomptions fortes de rationalité humaine. Ils se révèlent plus en phase avec les réalités du marché.

Toutefois, nous favorisons le modèle à trois facteurs du fait de sa notoriété et des nombreuses études qui l'ont testé. D'autre part, l'utilisation d'un nombre croissant de facteurs n'est pas sans conséquences, la première étant la redondance de certains facteurs entre eux. Par exemple, l'article de Fama et French (2015)<sup>208</sup> conclut à la redondance du facteur HML avec les quatre autres facteurs du modèle. Ensuite, l'utilisation d'un nombre croissant de facteurs engendre une réallocation des ressources du portefeuille plus fréquente. Le turnover important suppose une stratégie très coûteuse, ce qui peut annihiler les gains réalisés par une telle stratégie, le facteur *Momentum* en est l'exemple (Dimson, Marsh, et Staunton, 2017)<sup>209</sup>. Ainsi, nous ajouterons une considération responsable sur la base du modèle Fama-French à trois facteurs. Cet ajout a pour but de répondre aux hypothèses de notre étude. Il correspond également à la nécessité de prise en compte d'éléments qualitatifs permettant de créer un mix de facteur équilibré, comme le préconise Ross (2017)<sup>210</sup>, Bass, Gladstone, et Ang (2017)<sup>211</sup>.

Nous proposons ainsi trois modèles similaires, mais dissemblables par le type d'information responsable apportée. En effet, l'information disponible par KLD permet trois approches de la responsabilité. Nous opterons dans un premier temps pour une note globale de la responsabilité. Celle-ci s'exprime comme la différence entre le niveau d'actions responsables et le niveau de faiblesse<sup>212</sup>. Le facteur est nommé « RSE » et correspond à la perception globale de la politique responsable. Les deux autres modèles sont le résultat de la dissociation du facteur « RSE ». Ainsi, le deuxième modèle ajoute au modèle Fama-French original un facteur relatif au niveau d'actions responsables de l'entreprise, ce qui consiste ici à juger de l'impact de politiques responsables proactives sur la rentabilité des actions. Ce critère est noté « FMP ». Enfin le troisième modèle relate les effets des politiques irresponsables sur la performance financière. Ce dernier sera intitulé « CMT ».

---

<sup>208</sup> Fama, E. F., & French, K. R. (2015). *op. cit.* p.12.

<sup>209</sup> Dimson, E., Marsh, P., & Staunton, M. (2017). « Factor-Based Investing : The Long-Term Evidence ». *The Journal of Portfolio Management*, 43(5), p.29.

<sup>210</sup> Ross, S. A. (2017). *op. cit.* p.1-5.

<sup>211</sup> Bass, R., Gladstone, S., & Ang, A. (2017). *op. cit.* pp.38-53.

<sup>212</sup> Faiblesse étant considérée comme les actions jugées irresponsables selon l'organisme de notation responsable KLD

Ces trois modèles nous permettent une approche complète des effets de la responsabilité sociale, environnementale et sociétale sur la rentabilité des actions. La dissociation de la responsabilité en trois modèles a pour but de concentrer l'information et limiter le nombre de portefeuilles nécessaire au calcul des facteurs. De plus, le facteur RSE contient l'information présente dans les deux facteurs FMP et CMT et ce dans un seul modèle.

Équation 11 : Équation du modèle Fama-Fench-RSE

$$E(R_{i,t}) - R_{f,t} = \alpha_i + \beta_i(E(R_{m,t}) - R_{f,t}) + \gamma_i SMB1_t + \delta_i HML1_t + \mu_i RSE_t \quad (1)$$

Équation 12 : Équation du modèle Fama-French-Forces

$$E(R_{i,t}) - R_{f,t} = \alpha_i + \beta_i(E(R_{m,t}) - R_{f,t}) + \gamma'_i SMB2_t + \delta'_i HML2_t + \eta_i FMP_t \quad (2)$$

Équation 13 : Équation du modèle Fama-French-Faiblesses

$$E(R_{i,t}) - R_{f,t} = \alpha_i + \beta_i(E(R_{m,t}) - R_{f,t}) + \gamma''_i SMB3_t + \delta''_i HML3_t + \theta_i CMT_t \quad (3)$$

Avec :

$RSE_t$  : Facteur correspondant à l'approche globale de la responsabilité.

$FMP_t$  : Facteur relatant les actions responsables de l'entreprise.

$CMT_t$  : Facteur relatant les actions irresponsables de l'entreprise.

$\mu_i ; \eta_i ; \theta_i$  : Sont respectivement les coefficients des facteurs, RSE, FMP, CMT.

## B. Implémentation du modèle

### 1. Le calcul des facteurs

Notre objectif consiste à analyser les coefficients normalisés pour chacun des facteurs responsables  $\mu_i ; \eta_i$  et  $\theta_i$ . Ces coefficients nous renseigneront sur l'influence et la significativité de la responsabilité dans la constitution de la prime de risque. Pour ce faire, nous emploierons une approche longitudinale par l'utilisation de données historiques. La prime de risque est exprimée dans notre modèle comme la différence entre l'espérance de rentabilité du titre  $i$  au temps  $t$  :  $E(R_{i,t})$  et le taux sans risque :  $R_{f,t}$ . Les données historiques remplaceront ces valeurs. L'espérance de rentabilité devient la rentabilité historique de l'actif  $i$  au temps  $t$  :  $R_{i,t}$ . Les données relatives au prix des actifs ont été récupérées sur la plateforme Bloomberg. Notre analyse court du 1<sup>er</sup> janvier 1991 au 31 décembre 2012, pour des données annuelles et mensuelles.

Pour chacun des trois modèles, il nous est nécessaire d'évaluer 4 facteurs. Le facteur de marché noté  $(E(R_{m,t}) - R_{f,t})$ , le facteur taille SMB, le facteur HML et le facteur responsable correspondant. Afin d'approcher au mieux les réalités du marché et d'utiliser des facteurs les plus accessibles possible, nous avons récupéré les données liées au facteur marché sur le site de Fama-French<sup>213</sup>. Ces données ont l'avantage d'être calculées par an et par mois depuis 1927. De plus, le facteur marché nécessite une approche globale. Selon la théorie financière, ce facteur doit recouvrir l'ensemble des actifs disponibles sur le marché. L'ampleur considérable du nombre d'actifs disponibles sur le marché complique son calcul. Sa disponibilité auprès des auteurs du modèle limite les biais qu'aurait apportés un calcul personnel du facteur marché. En conséquence, les données liées au rendement de l'actif sans risque  $R_{f,t}$  sont également collectées sur le site de Fama-French<sup>214</sup>. Ainsi,  $(E(R_{m,t}) - R_{f,t})$  et  $R_{f,t}$  sont identiques pour chacun des trois modèles que nous utiliserons.

Il est également possible de récupérer les facteurs SMB et HML sur ce même site. Néanmoins, l'incorporation du facteur responsable dans nos modèles nécessite de recalculer ces facteurs conjointement au facteur responsable sélectionné. Ainsi, nous avons choisi de

---

<sup>213</sup> [http://mba.tuck.dartmouth.edu/pages/faculty/ken.french/data\\_library.html](http://mba.tuck.dartmouth.edu/pages/faculty/ken.french/data_library.html)

<sup>214</sup> [http://mba.tuck.dartmouth.edu/pages/faculty/ken.french/data\\_library.html](http://mba.tuck.dartmouth.edu/pages/faculty/ken.french/data_library.html)

respecter la méthodologie suivie dans l'article Fama et French (1993) pour le calcul des facteurs SMB-HML-RSE ; SMB-HML-FMP et SMB-HML-CMT.

Tout d'abord, les facteurs SMB respectifs à chaque modèle correspondent au facteur taille. La taille d'une firme est définie comme la capitalisation boursière historique de l'actif. Les données relatives à la capitalisation boursière ont été collectées sur la base de données Bloomberg. Ce facteur correspond à la différence de rentabilité entre les firmes à faible capitalisation boursière et celles à forte capitalisation. Les firmes à plus petite capitalisation boursière sont généralement plus rentables compte tenu de leur Bêta de marché supérieur. Cette récurrence observée par Banz (1981) doit conduire à l'obtention d'un facteur SMB positivement corrélé à la rentabilité de l'action. Afin d'obtenir cette différence de rentabilité, nous constituerons deux portefeuilles. Le premier constitué des firmes à capitalisation boursière supérieure ou égale à la médiane et le deuxième composé des firmes ayant une capitalisation boursière inférieure à la médiane.

Équation 14 : Calcul du facteur SMB

$$SMB_t = \text{Portefeuille à petite capitalisation boursière}_t \\ - \text{portefeuille à forte capitalisation boursière}_t$$

Dans un deuxième temps, les facteurs HML sont obtenus à partir de l'analyse du ratio *Book to Market*.

Équation 15 : Calcul de la variable book-to-market

$$\text{Book to Market} = \frac{\text{Valeur Comptable}}{\text{Capitalisation Boursière}}$$

La capitalisation boursière est identique à celle utilisée pour le calcul du facteur SMB. En ce qui concerne la valeur comptable, très peu d'articles de recherche utilisant cette méthodologie expliquent la signification de la valeur comptable. En effet, la valeur comptable peut se définir de deux manières. La première correspond à la définition liée au passif du bilan et de la notion de capital de l'entreprise.

$$\text{Valeur Comptable} = \text{Total du capital commun}$$

Cette approche est par exemple retenue par Bloomberg dans son calcul d'un ratio similaire *Book-to-Market*. La deuxième possibilité consiste cette fois-ci à se référer à l'actif du bilan, au travers de l'Actif Net de la firme.

$$\text{Valeur Comptable} = \text{Actif Net}$$

Avec :

Équation 16 : Calcul de l'actif net

$$\text{Actif Net} = \text{Actifs} - (\text{Dettes Long Terme} + \text{Dettes Court Terme})$$

Cette dernière approche de la notion de valeur comptable nous semble la plus convaincante. En effet, si la firme est liquidée suite à une faillite, les actionnaires se répartiront les actifs restants après paiement des dettes. Dans le même cas, le montant du capital commun n'assure pas la récupération du montant écrit au passif de l'entreprise. Ces deux approches de la valeur comptable donnent assez régulièrement le même résultat. Les montants de l'actif net sont également collectés sur la base de données Bloomberg. Ce ratio est intéressant car il nous permet de déterminer si la firme est sous-évaluée, c'est-à-dire un ratio supérieur à 1 ou surévalué, donc un ratio inférieur à un.

Ainsi, la méthodologie de calcul du facteur est similaire à celle du facteur taille. Le facteur HML correspond à la différence de rentabilité entre les firmes ayant un ratio *Book-to-Market* élevé et celles ayant un ratio *Book-to-Market* faible. La nature plus complexe de ce facteur nous invite à suivre la proposition de Fama et French (1993), consistant à séparer en trois portefeuilles d'actions l'univers de données. Nous retrouvons un groupe « *High* », correspondant aux firmes caractérisées par un ratio supérieur au 7<sup>e</sup> décile (70 %). Un portefeuille nommé « *Low* », pour les entreprises caractérisées par un ratio inférieur au 3<sup>e</sup> décile (30 %). Enfin, un portefeuille « Médian » destiné aux firmes comprises entre le 3<sup>e</sup> et le 7<sup>e</sup> décile. Le choix de ces trois groupes d'action est lié à la conviction de Fama French que le ratio *Book-to-Market* a un rôle plus important dans l'explication de la rentabilité moyenne d'une action que la taille.

Équation 17 : Calcul du facteur HML

$$HML_t = \text{Portefeuille à ratio élevé}_t - \text{Portefeuille à ratio faible}_t$$

Enfin, il nous reste à calculer les trois facteurs relatifs au niveau de responsabilité. Ces facteurs s'inspireront des méthodologies utilisées dans le calcul de SMB et HML. Cependant, nous traiterons différemment le facteur RSE des facteurs FMP et CMT. En effet, le facteur RSE est plus complexe et nécessitera une subdivision en trois groupes d'action responsables, à l'image du facteur HML. Tandis que les facteurs FMP et CMT seront subdivisés en deux groupes de portefeuille.

Tout d'abord, le facteur FMP renvoie au niveau d'actions responsables de l'entreprise. Il s'assimile aux forces de l'entreprise, comme l'entend la classification effectuée par KLD. Il mesure la différence entre la rentabilité des firmes ayant un fort niveau d'actions jugées responsables et des firmes n'ayant que peu ou aucune action responsable à leur actif. Les entreprises sont divisées en deux portefeuilles d'actions distincts. Le premier, nommé « F » pour force, correspond aux entreprises ayant une note d'actions responsables supérieures ou égales à la médiane. Le deuxième, nommé « P » pour « *Poor* », concerne les firmes ayant une note d'actions responsables inférieure à cette médiane. Pour chaque période  $t$ , la différence de rentabilité entre ces deux portefeuilles est calculée.

Équation 18 : Calcul du facteur FMP

$$FMP_t = \text{Rentabilité du portefeuille à fort niveau de responsabilité}_t \\ - \text{Rentabilité du portefeuille à faible niveau de responsabilité}_t$$

Ensuite, le calcul du facteur CMT renvoie aux actions jugées irresponsables. Nous pouvons l'assimiler aux faiblesses de la firme. Ce facteur est obtenu par la différence de rentabilité entre des firmes caractérisées par un niveau d'actions irresponsables élevé et des firmes caractérisées par un niveau d'actions irresponsables faible. Les firmes sont réparties en deux groupes. Le premier, nommé « C » pour « *Concerns* », regroupe les entreprises

considérées comme irresponsables, caractérisées par une note d'irresponsabilité supérieure ou égale à la médiane. Ensuite, un groupe appelé « T » pour « Tolérable » concerne les entreprises caractérisées par une note d'irresponsabilité inférieure à la médiane. Une valeur est attribuée pour chaque période t à notre facteur CMT.

Équation 19 : Calcul du facteur CMT

$$\begin{aligned}
 CMT_t & \\
 &= \text{Rentabilité du portefeuille à fort niveau d'actions irresponsables}_t \\
 &- \text{Rentabilité du portefeuille à faible niveau d'actions irresponsables}_t
 \end{aligned}$$

Le facteur RSE est arbitrairement jugé plus complexe car créé à partir des notes globales de responsabilité. La note RSE globale correspond aux forces moins les faiblesses de la firme donc à la note de responsabilité diminuée de la note d'irresponsabilité. Ainsi, le facteur RSE correspond à la différence de rentabilité entre les firmes les plus responsables et les firmes les moins responsables. Cependant, pour le calcul de ce facteur, les entreprises sont subdivisées en trois portefeuilles. Le premier correspond aux firmes « éthiques » ayant une note RSE supérieure ou égale au 7<sup>e</sup> décile. Le deuxième, aux firmes comprises entre le 3<sup>e</sup> et le 7<sup>e</sup> décile. Enfin, le troisième portefeuille correspond aux entreprises jugées non éthiques car ayant une note de responsabilité inférieure ou égale au 3<sup>e</sup> décile. À chaque période correspond un facteur RSE calculé.

Équation 20 : Calcul du facteur RSE

$$\begin{aligned}
 RSE_t &= \text{Rentabilité du portefeuille responsable}_t \\
 &- \text{Rentabilité du portefeuille non responsable}_t
 \end{aligned}$$

## 2. Les critères de sectorisation

Notre univers d'analyse s'établit sur un ensemble de secteurs variés. L'hypothèse six suppose qu'en fonction du secteur étudié, de possibles modifications du lien entre

performance responsable et performance financière sont possibles. Il nous sera nécessaire d’approfondir notre analyse par une approche sectorielle. La subdivision de nos bases de données par secteur nécessite une classification claire, précise et reconnue sur le marché. Deux classifications existent actuellement aux États-Unis, la *Standard Industrial Classification* (SIC) et le *North American Industry Classification System* (NAICS). Le SIC code est apparu en 1937 et a été développé jusqu’en 1997. Il a par la suite été remplacé par le NAICS code. Cependant, le SIC code est encore utilisé aujourd’hui. En effet, sa forte popularité a conduit les milieux économiques privés à maintenir leur classification en accord avec le SIC code. Ainsi, afin de respecter une continuité sur l’ensemble de notre période d’observation, nous privilégierons l’utilisation du SIC code. Il couvre l’ensemble des activités économiques. Il a initialement été développé pour faciliter la collecte, l’analyse de données et l’uniformisation du marché américain entre les structures privées, publiques et étatiques. En recherche financière, cette classification a été utilisée dans l’article de référence de Waddock et Graves (1997)<sup>215</sup>. Elle est également utilisée dans l’article Bauer, Derwall, et Hann (2009)<sup>216</sup>.

La classification SIC subdivise l’économie en dix secteurs. Chaque entreprise est définie par un premier code nous renseignant sur son activité principale. Ce code correspond à l’activité qui génère le plus de revenus pour la firme.

Tableau 18 : Codes SIC par secteur d’activité.

Codes	Secteurs
01-09	Agriculture, forestier, pêche
10-14	Minier
15-17	Construction
20-39	Production industrielle
40-49	Transport, communication et fournisseur d’énergie (eau, gaz, électricité).
50-51	Grossiste
52-59	Vente au détail
60-67	Finance, Assurance, Immobilier
70-89	Services
91-99	Administration publique

<sup>215</sup> Waddock, S. A., & Graves, S. B. (1997). *op. cit.* p.309.

<sup>216</sup> Bauer, R., Derwall, J., & Hann, D. (2009). *op. cit.* p.20.

Nos bases de données ne comptent pas d'entreprises issues des secteurs de l'agriculture (01-09) et des administrations publiques (91-99). Les tableaux 19 et 20 renvoient le nombre d'entreprises par secteur pour chacune des bases de données utilisées pour l'année 2012. La base de données (I) se compose des mêmes valeurs sur l'ensemble de la période. Cependant, la base de données globale (II) voit son nombre d'entreprises fluctuer au fil des ajouts d'entreprises dans la base de données KLD. L'année 2012 est donnée à titre indicatif. Nous noterons que les secteurs de la construction et de la vente en gros sont composés d'un nombre plus restreint de valeurs.

Tableau 19 : Répartition par secteur des entreprises de la base de données (I)

Secteurs	Nombre d'entreprises en 2012
Minier	9
Construction	2
Production Industrielle	109
Transport, communication et fournisseur d'énergie (eau, gaz, électricité)	29
Vente en Gros	4
Vente au Détail	17
Finance, Assurance et Immobilier	21
Services	15
TOTAL	206

Tableau 20 : Répartition par secteur des entreprises de la base de données globale (II)

Secteurs	Nombre d'entreprises en 2012
Minier	111
Construction	37
Production Industrielle	952
Transport, communication et fournisseur d'énergie (eau, gaz, électricité)	214
Vente en Gros	66
Vente au Détail	168
Finance, Assurance et Immobilier	586
Services	377
TOTAL	2511

## IV. Résultats

Notre analyse rend compte de plusieurs résultats relatifs à l'impact d'un facteur de responsabilité sur la performance financière. Nous aborderons dans un premier temps l'intérêt des données responsables relativement à l'apport de rationalité au modèle financier. Nous observerons que cette stratégie peut être coûteuse pour un investisseur. Nous révélerons également une hétérogénéité des résultats entre nos deux périodiques analysées. Enfin, nous relaterons un impact décisif des secteurs sur les résultats.

### A. La RSE, un facteur de rationalité restreint

Avant d'analyser l'impact de la responsabilité sur la performance financière au travers d'un modèle statistique, il convient d'analyser individuellement les facteurs responsables. Nous avons déterminé trois facteurs rendant compte du niveau de responsabilité. Le facteur FMP concernant les actions responsables (forces), le facteur CMT représentant les actions irresponsables (faiblesse) et enfin le facteur RSE exprimant le niveau de responsabilité globale. La méthode de calcul de ces facteurs nous laisse entrevoir la possibilité d'une première interprétation brute de ces données. En effet, ces facteurs exposent les différences de rentabilité historiques. Une première analyse historique de ces facteurs peut nous permettre de dessiner des tendances propices à une interprétation. Nous disposons pour cela d'un facteur FMP, CMT et RSE pour chaque période. Ainsi, ces analyses s'appuient sur une base de données restreinte de sept-cent-cinquante-six facteurs soit respectivement deux-cent-cinquante-deux valeurs par facteur. Nous disposons également de deux univers d'analyse, les firmes du S&P 500 présentes sur toute la période de 1991 à 2012 et une base de données composée de l'ensemble des valeurs possédant une note responsable entre 1991 à 2012. Nous aborderons la question de la rationalité économique des facteurs calculés avant de dégager une tendance générale sur notre période reliant l'année 1992 à 2012.

## 1. Le facteur responsable peu corrélé aux critères de rationalité économique

Nous avons vu que le marché n'était pas toujours en accord avec les réalités économiques. Les bulles spéculatives sont destructrices de valeurs de long terme, du fait d'exubérances irrationnelles (Shiller, 2000) ou de comportements décorrélés des composantes principales de l'économie. La prise en considération d'informations extra-financières serait un pas vers une rationalité économique élargie. Les stratégies responsables cherchent à développer les éléments factuels et tangibles de l'entreprise. Elles devraient permettre la création d'un lien entre les réalités économiques qui influencent concrètement l'économie et les marchés financiers.

Afin de rendre compte d'un possible lien entre la notion de responsabilité et de rationalité économique, nous procéderons à un rapprochement entre des valeurs restituant des faits tangibles de l'économie et nos facteurs responsables. Il existe dans l'économie plusieurs variables jugeant de la santé d'une économie nationale et des craintes possibles vis-à-vis du marché et des politiques économiques. Le Produit Intérieur Brut (PIB) exprime par exemple la création de valeur ajoutée d'un pays. Cette valeur est palpable et se diffuse dans l'ensemble de l'économie par le biais des agents qui la perçoivent et la dépensent. Ensuite, le taux directeur des banques centrales rend compte de la politique monétaire actuelle. Celle-ci est un instrument principal pour les États dans le développement de la croissance économique. Les taux très faibles du refinancement bancaire depuis 2008 aux États-Unis montrent une volonté affichée de la réserve fédérale américaine (FED) de relancer l'économie. Les annonces faites par la FED ont souvent un impact important sur les marchés financiers.

D'autre part, les métaux précieux comme l'or et l'argent constituent une valeur refuge lorsque les investisseurs sont en perte de confiance vis-à-vis du marché. En effet, un lingot d'or possède une signification particulière et rassurante du fait de son caractère palpable, que ne saurait renfermer une action d'entreprise. En outre, le prix de certaines ressources évolue en fonction des niveaux de production économique. Le prix du baril de pétrole suivra les besoins de matière première de l'économie. Enfin, les indices ou fonds éthiques permettront de situer nos facteurs par rapport aux actifs reconnus comme éthiques. Ainsi, nous ferons une comparaison de nos facteurs éthiques avec le taux de croissance, la rentabilité et la variation du cours de nos variables économiques.

Avant d'analyser les résultats, il est nécessaire de définir nos espérances quant à la relation entre les facteurs responsables et les facteurs économiques. Ces attentes suivent l'hypothèse d'apport de rationalité de la responsabilité que nous avons définie préalablement. Tout d'abord, les facteurs FMP (force) et RSE (note globale) devraient être positivement corrélés aux valeurs refuges et aux indices éthiques. Ils devraient toutefois être négativement corrélés à la bonne santé économique (PIB), au taux directeur de la banque centrale et au prix du pétrole. En effet, les firmes responsables devraient être préférées durant les crises économiques, du fait d'une hypothétique recherche de valeurs rationnelles et tangibles sur le marché. Concernant le facteur CMT (faiblesse), les considérations sont inverses. L'irresponsabilité devrait être bénéfique à l'entreprise dans des temps où les croyances dans le marché sont plus fortes. Ainsi, la corrélation devrait être négative avec les valeurs refuges et les fonds éthiques mais positivement liée à la croissance du PIB et des valeurs associées à l'expansion économique. Les tableaux de corrélation étudient les taux de variation de chacune des variables utilisées (Tableaux 21,22 et 23).

Cependant, l'analyse des corrélations entre les facteurs responsables et la variation des variables économiques ne semblent pas confirmer d'apport de rationalité par les politiques responsables. Les facteurs RSE et FMT ne montrent pas de signe de corrélation suggérant un apport de rationalité. Sur la base de données globale (II), nous constatons que le facteur RSE est positivement corrélé aux variations du Produit Intérieur Brut avec 0,133 sur toute la période et 0,183 entre 2003 et 2012. Les entreprises responsables seraient plus performantes lorsque la croissance économique est positive. Si nous examinons le facteur CMT, relatif au niveau d'irresponsabilité entre 2003 et 2012 sur la base de données globale (II), nous observons une corrélation négative égale à -0,240. Les firmes les plus responsables seraient plus performantes en période de croissance financière et inversement pour les firmes les plus irresponsables. Ces résultats laissent suggérer que le niveau de responsabilité serait déterminé par la bonne santé de l'économie. Dans l'hypothèse de l'existence d'un cercle vertueux (Surroca, Tribó, et Waddock, 2010), il serait probable qu'une meilleure performance responsable serait le résultat d'une meilleure performance financière. Un excès de trésorerie permettrait des investissements en direction d'actions responsables. Ce qui corrobore « *the slack resources theory* ».

La rentabilité des portefeuilles responsables n'est pas non plus corrélée aux métaux précieux. Quelle que soit la base de données retenue, nous observons que les facteurs RSE et FMP sont négativement corrélés à la variation du prix de l'or et de l'argent. Pour la base de

données du S&P 500 (I) nous constatons respectivement une corrélation avec l'or de -0,191 et -0,138. Sur la base de données globale (II), la corrélation négative avec la variation du prix de l'argent est très importante. Nous obtenons entre 2003 et 2012 des valeurs de -0,400 pour le facteur RSE et -0,261 pour le facteur FMP. Le facteur CMT est quant à lui positivement corrélé à ces valeurs. Sur la base de données globale (II) entre 2003 et 2012, la corrélation avec la variation du prix de l'or est égale à 0,192. Ainsi, nous ne pouvons justifier que les firmes les plus responsables soient des ancres psychologiques comparables aux métaux précieux tels que l'or et l'argent.

Enfin, nous observons que nos facteurs responsables sont négativement corrélés à la performance du fonds responsable S&P global 100 pour la base de données globale (II). Les corrélations atteignent une valeur de -0,220 pour le facteur RSE et 0,198 pour le facteur CMT. Il conviendrait d'examiner les critères de sélection des valeurs du S&P global 100. Une différence dans l'approche du niveau de responsabilité pourrait justifier une corrélation négative. D'autre part, les variables concernant l'évolution du prix du baril de Brent et la variation de taux directeur de la FED exposent à des corrélations non significatives.



Tableau 21 : Tableau de corrélation, base de données (I) de 1991 à 2012

Variabes	RSE	FMP	CMT	PIB US	Prix du baril de pétrole	Or	Argent	S&P Global 100	Taux directeur de la FED
RSE	<b>1</b>								
FMP	<b>0,482</b>	<b>1</b>							
CMT	<b>-0,437</b>	<b>0,234</b>	<b>1</b>						
PIB US	0,031	0,095	0,014	<b>1</b>					
Prix du baril de pétrole	-0,108	-0,033	-0,011	<b>0,139</b>	<b>1</b>				
Or	<b>-0,191</b>	<b>-0,138</b>	0,021	-0,076	-0,056	<b>1</b>			
Argent	<b>-0,199</b>	-0,086	<b>0,125</b>	-0,031	-0,002	<b>0,705</b>	<b>1</b>		
S&P Global 100	-0,016	0,052	<b>0,167</b>	0,071	-0,029	-0,097	0,064	<b>1</b>	
Taux directeur de la FED	-0,028	-0,072	-0,051	<b>0,277</b>	-0,007	0,042	0,022	0,010	<b>1</b>

*Les valeurs en gras sont différentes de 0 à un niveau de signification  $\alpha=0,05$*

Tableau 22 : Tableau de corrélation, base de données (II) de 1992 à 2012

Variables	RSE	FMP	CMT	PIB US	Prix du baril de pétrole	Or	Argent	S&P Global 100	Taux directeur de la FED
RSE	<b>1</b>								
FMP	<b>0,324</b>	<b>1</b>							
CMT	<b>-0,662</b>	0,039	<b>1</b>						
PIB US	<b>0,133</b>	0,044	-0,111	<b>1</b>					
Prix du baril de pétrole	0,008	-0,043	-0,041	<b>0,139</b>	<b>1</b>				
Or	-0,100	-0,061	0,068	-0,076	-0,056	<b>1</b>			
Argent	<b>-0,219</b>	<b>-0,154</b>	<b>0,165</b>	-0,031	-0,002	<b>0,705</b>	<b>1</b>		
S&P Global 100	<b>-0,220</b>	0,000	<b>0,198</b>	0,071	-0,029	-0,097	0,064	<b>1</b>	
Taux directeur de la FED	-0,029	-0,073	0,016	<b>0,277</b>	-0,007	0,042	0,022	0,010	<b>1</b>

*Les valeurs en gras sont différentes de 0 à un niveau de signification  $\alpha=0,05$*

Tableau 23 : Tableau de corrélation, base de données (II) de 2003 à 2012

Variabes	RSE	FMP	CMT	PIB US	Prix du baril de pétrole	Or	Argent	S&P Global 100	Taux directeur de la FED
RSE	<b>1</b>								
FMP	<b>0,312</b>	<b>1</b>							
CMT	<b>-0,876</b>	-0,050	<b>1</b>						
PIB US	<b>0,183</b>	0,010	<b>-0,240</b>	<b>1</b>					
Prix du baril de pétrole	-0,048	-0,072	-0,007	0,133	<b>1</b>				
Or	<b>-0,267</b>	-0,130	<b>0,192</b>	-0,006	-0,073	<b>1</b>			
Argent	<b>-0,400</b>	<b>-0,261</b>	<b>0,302</b>	0,017	-0,022	<b>0,762</b>	<b>1</b>		
S&P Global 100	<b>-0,342</b>	0,030	<b>0,364</b>	0,051	0,042	-0,114	0,027	<b>1</b>	
Taux directeur de la FED	-0,096	-0,147	0,044	<b>0,294</b>	-0,043	0,062	0,031	0,033	<b>1</b>

*Les valeurs en gras sont différentes de 0 à un niveau de signification  $\alpha=0,05$*



Ainsi, l'analyse des corrélations des facteurs de responsabilité et des variations des variables relatives à l'économie ne tend pas à justifier de l'apport de rationalité par des critères responsables. Cette approche est cependant limitée du fait du faible nombre d'observations, notre étude ne comptant que deux-cent-cinquante-deux périodes. Il est également envisageable qu'il subsiste des décalages au sein des interactions. Des réactions à rebours seraient plausibles du fait de l'existence d'asymétries d'informations. De même l'assimilation de nouvelles informations par les agents demande du temps. La réaction du marché et de ses acteurs ne pourra pas être immédiate. De ce fait, il peut être intéressant de prendre en compte ces décalages par le biais de périodes glissantes telles que les moyennes mobiles.

## 2. La RSE, un facteur d'ancrage psychologique à très court terme

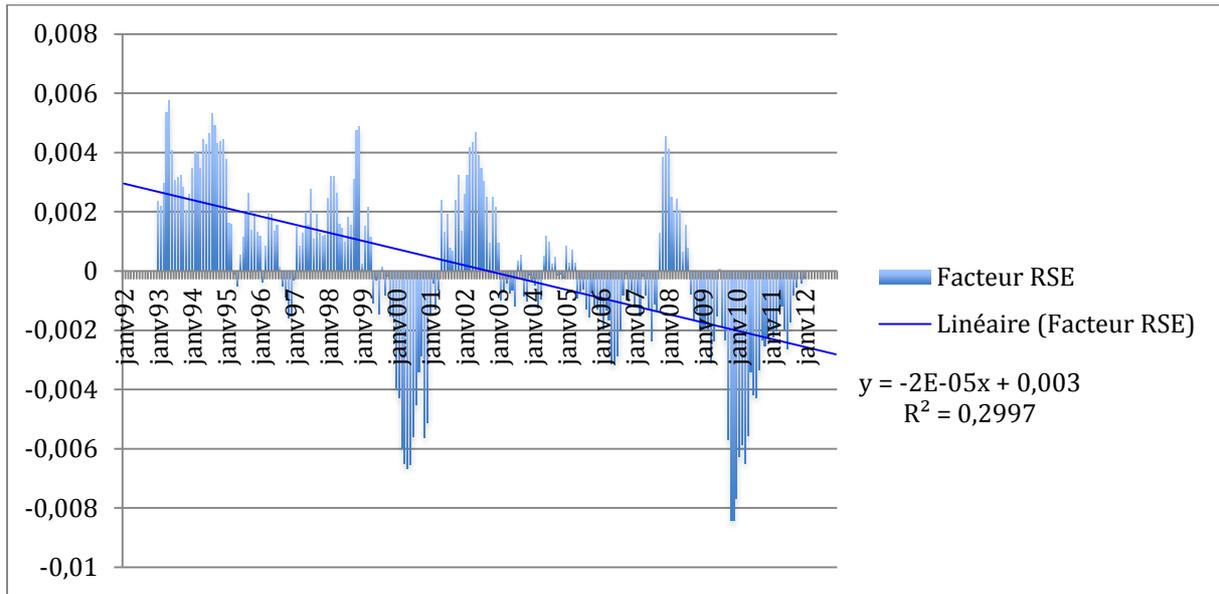
Notre deuxième approche consiste à analyser l'évolution des facteurs dans le temps. Notre période d'analyse a connu de nombreuses évolutions sociales, sociétales et économiques durant ces vingt années. Ces changements laissent présager des transformations possibles pour nos facteurs responsables. Une analyse longitudinale de ceux-ci devrait laisser apparaître des tendances générales. Nous avons fait l'hypothèse que les effets de la responsabilité devraient être plus importants sur la dernière période de notre analyse. Les différences de rentabilités entre firmes responsables et non responsables devraient se révéler plus importantes. En effet, le développement de la responsabilité et des mesures responsables (note responsable, rapport responsable, niveau de réputation, etc.) devrait favoriser la prise en compte des stratégies éthiques. D'autre part, nous avons assimilé la responsabilité des entreprises à une ancre psychologique à disposition des investisseurs. Cette ancre devrait être sollicitée lors de crise financière majeure, ce qui devrait se traduire par des facteurs FMP et RSE davantage positifs pendant ces périodes. Le facteur CMT devrait quant à lui être plus fortement négatif.

Nous proposons d'examiner l'évolution des facteurs RSE, FMP et CMT qui rendent compte des différences de rentabilité entre des firmes ayant des niveaux de responsabilité

opposés. La forte volatilité entre deux périodes nécessite d'effectuer un lissage des données afin d'en obtenir des tendances interprétables. Nous faisons le choix de réaliser une moyenne mobile sur une période de vingt-quatre mois. Cette période permet aux investisseurs de voir les tendances des firmes quant à leur niveau de responsabilité. En effet, la fréquence de divulgation des notes responsables par KLD est annuelle. Si les notes des deux périodes sont semblables, alors l'entreprise prouve d'une constance responsable. De même nous calculons des notes responsables mensuelles sur la base de deux notes annuelles. La période sera centrée autour du mois en question, c'est-à-dire centrée entre les douze mois précédents et les onze mois suivants. Nous observerons dans un premier temps les valeurs des facteurs responsables pour la base de données globales (II) pour des périodes  $t$  mensuelles.

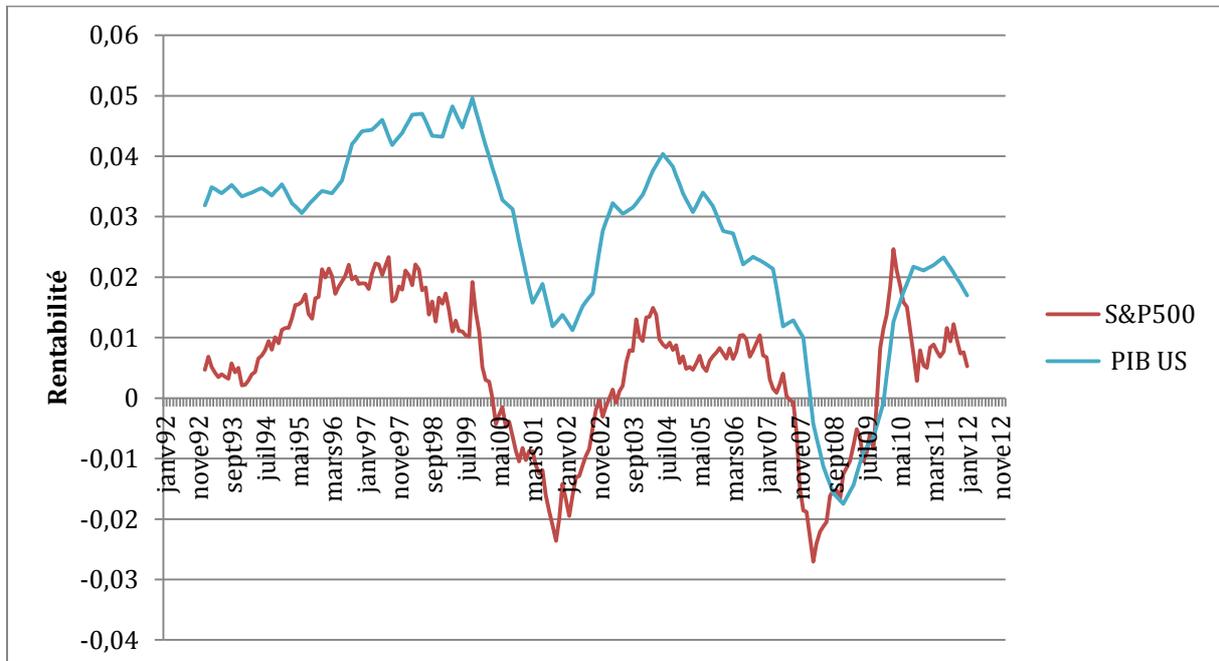
L'analyse des moyennes mobiles du facteur de responsabilité globale livre plusieurs renseignements. Le premier constat provient de l'inconstance des différences de rentabilité entre les firmes les plus responsables et les moins responsables. En effet, il se dégage deux périodes qui rendent compte de résultats divergents. La première, courant de janvier 1993 à janvier 2003, laisse apparaître des rentabilités majoritairement supérieures pour les firmes responsables. La tendance est inverse sur la deuxième période entre janvier 2003 et janvier 2012. La courbe de tendance linéaire confirme ce premier constat en coupant l'axe des abscisses en janvier 2003. Les effets des stratégies responsables s'essouffleraient avec le temps, ce qui rejoindrait les conclusions de Dupré et *al.* (2006). Cet essoufflement serait le résultat d'une rapide adaptation des firmes aux besoins éthiques exprimés par les investisseurs. Nous modérerons nos allégations du fait de l'augmentation importante de nos observations pour l'année 2003. Il sera nécessaire de confirmer cet effet auprès de notre première base de données, constituée de valeurs du S&P 500 identiques sur l'ensemble de la période. Enfin, nous constatons également des périodes très volatiles entourant les deux crises financières. Le graphique suggère que les rentabilités des firmes responsables sont supérieures après les crises financières de 2000 et de 2008. Une comparaison avec le niveau de marché durant ces périodes est nécessaire, afin de confirmer la présence de crise.

Graphique 2 : Moyennes mobiles du niveau du facteur RSE sur la base de données (I)



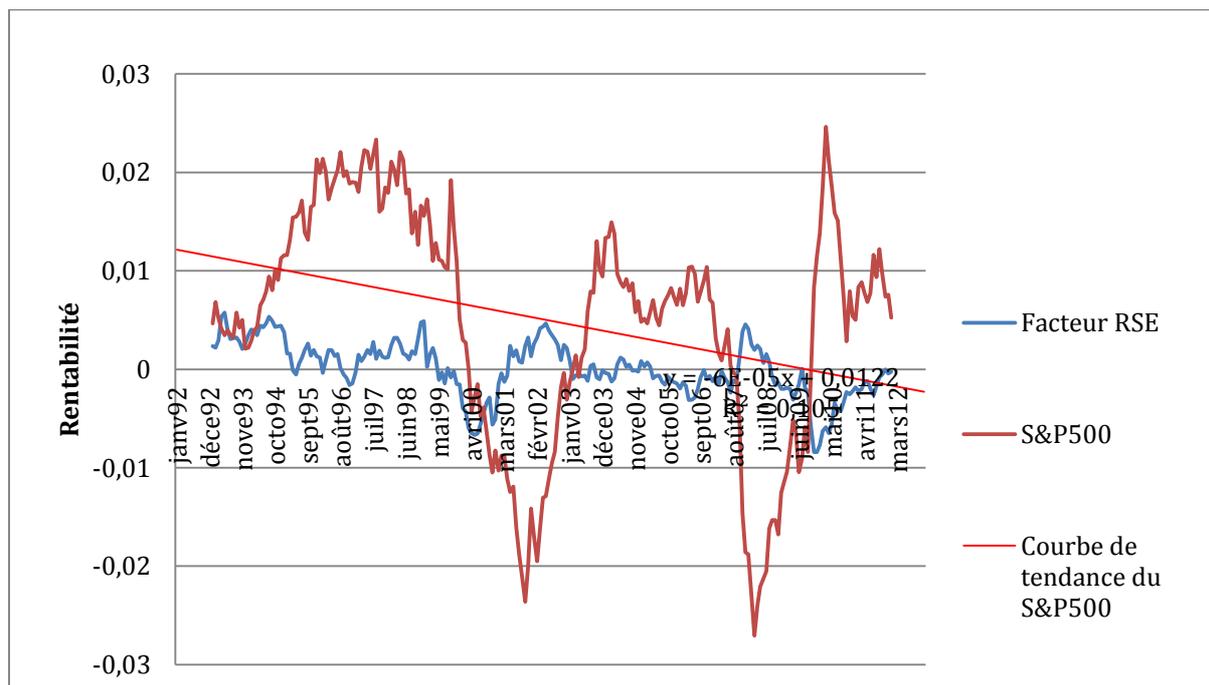
Afin de rendre compte du niveau de marché et de l'économie américaine, nous comparons les moyennes mobiles des facteurs de responsabilité avec celles qui relatent la rentabilité mensuelle de l'indice S&P 500. Le S&P 500 constitue un Benchmark très utilisé en finance. En outre, le tableau ci-dessous confirme la corrélation forte entre l'évolution du PIB américain et le niveau du S&P 500.

Graphique 3 : Moyennes mobiles du niveau du facteur RSE sur la base de données (I)



La confrontation du facteur RSE avec le S&P500 confirme nos précédentes affirmations. Le graphique 4 relate qu'en période de croissance économique, la rentabilité des firmes les plus responsables ne semble pas être supérieure. Elle tend même à être négative au fur et à mesure que les périodes d'expansion économique sont longues. D'autre part, il semblerait qu'en période de crise financière, la rentabilité des firmes responsables soit supérieure. Cet effet est assez succinct et semble plus restreint pendant la crise des *Subprimes*. Les périodes antérieures et postérieures aux crises sont moins favorables aux firmes les plus responsables. Les moyennes mobiles du facteur RSE se révèlent négatives. Ce constat corrobore les théories sur la possibilité d'une création d'un capital moral engendré par la responsabilité. Nous pouvons rejoindre les études d'événements qui concluent à un effet tampon de la responsabilité, (Ducassy, 2013). Nous noterons cependant que la droite de régression linéaire pour la rentabilité du S&P 500 est décroissante. Le même constat a été effectué précédemment pour le facteur RSE. Il est nécessaire d'étoffer notre analyse avant d'émettre de quelconques conclusions.

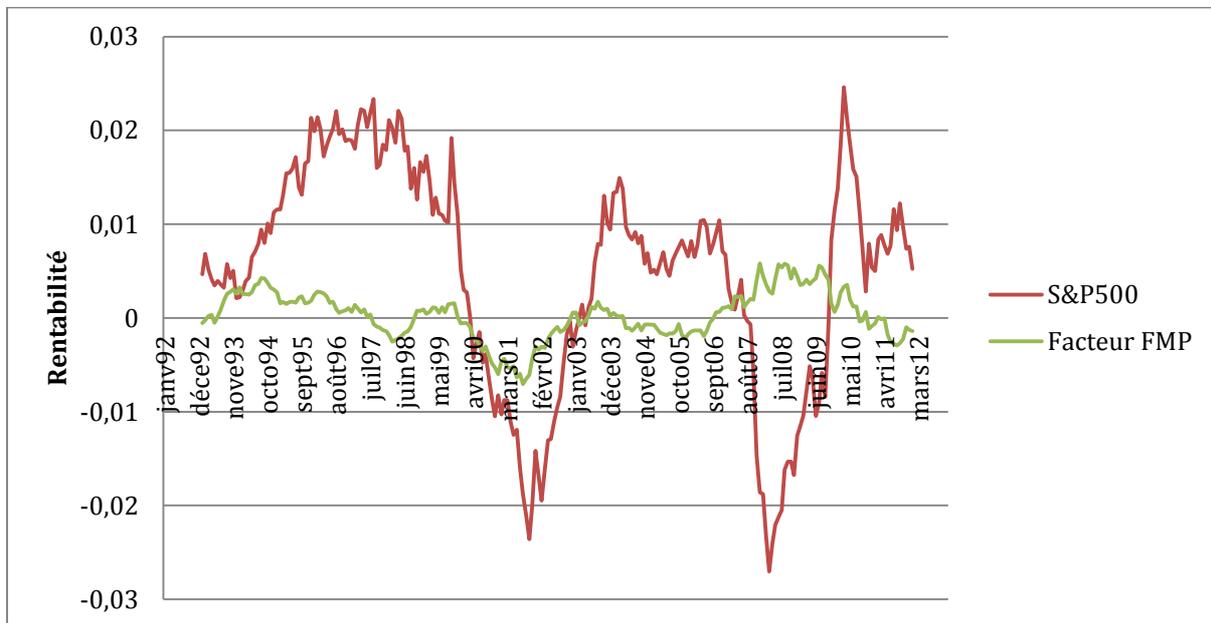
Graphique 4 : Moyenne mobile centrée sur 24 mois du S&P500 et du facteur RSE



L'analyse du facteur FMP (graphique 5) rend compte de la différence de rentabilité entre les firmes proactives en matière de responsabilité et les firmes qui le sont moins. Il apparaît que les attitudes proactives aient été récompensées sur la toute première partie de notre base de données, entre janvier 1993 et mai 1999. Par la suite, entre janvier 2000 et décembre 2011, la mise en place de stratégies responsables ne semble pas favorable à

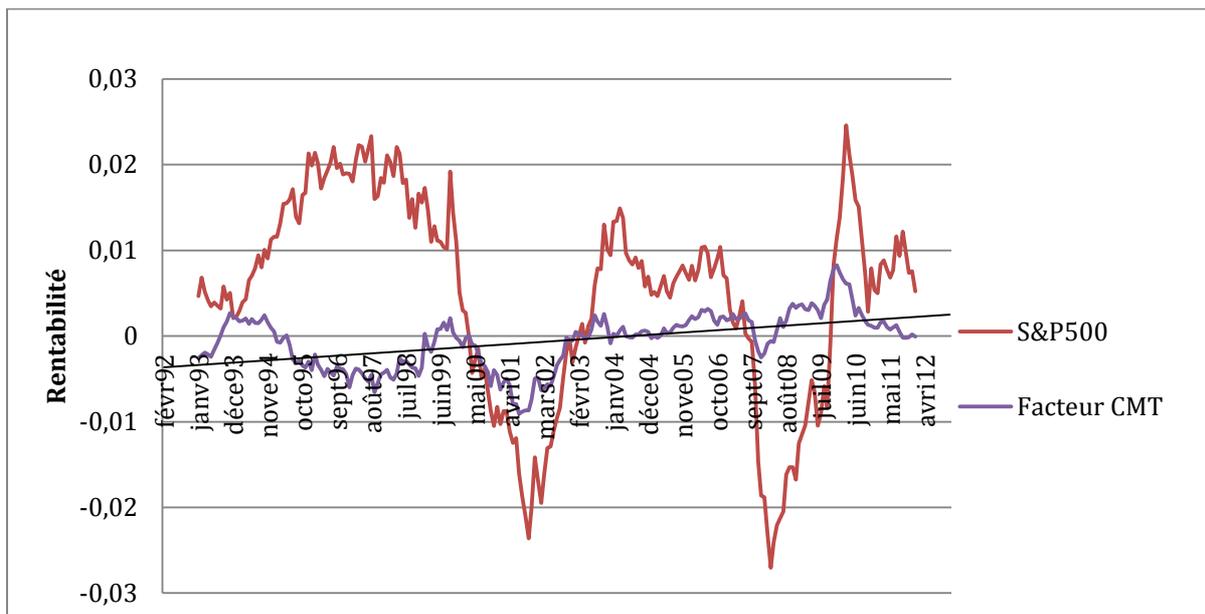
l'amélioration de la valeur boursière. Néanmoins, les firmes les plus responsables apparaissent comme plus profitables pendant la crise des *Subprimes* entre septembre 2006 et mai 2010, ce qui corrobore les résultats du facteur RSE. Cependant pour ce dernier, un effet bénéfique de la responsabilité était vérifié pour les deux crises financières. Or, durant la crise de la bulle Internet de 2000, la mise en place de stratégies proactives en matière de responsabilité ne laisse pas apparaître d'effet tampon. La sauvegarde de la valeur financière en temps de crise par l'élaboration de stratégies responsables proactives ne serait pas inéluctablement vérifiée.

Graphique 5 : Moyenne mobile centrée sur 24 mois du S&P500 et du facteur FMP



En ce qui concerne le niveau d'irresponsabilité (graphique 6), il se dessine que les firmes les plus irresponsables connaissent majoritairement une rentabilité inférieure entre novembre 1994 et février 2003. La crise de 2000 semble amplifier cet effet, ce qui renforcerait le besoin d'être responsable en temps de crise. Cependant, ce constat s'inverse sur la deuxième période de l'étude allant de février 2003 à décembre 2011. Les moyennes mobiles positives indiquent une performance accrue des firmes les plus irresponsables par rapport à leurs homologues aux faiblesses moins importantes. La crise des *Subprimes* ne semble avoir eu qu'un effet limité. La droite de tendance linéaire du facteur CMT indique également que les actes irresponsables seraient jugés de moins en moins négatifs.

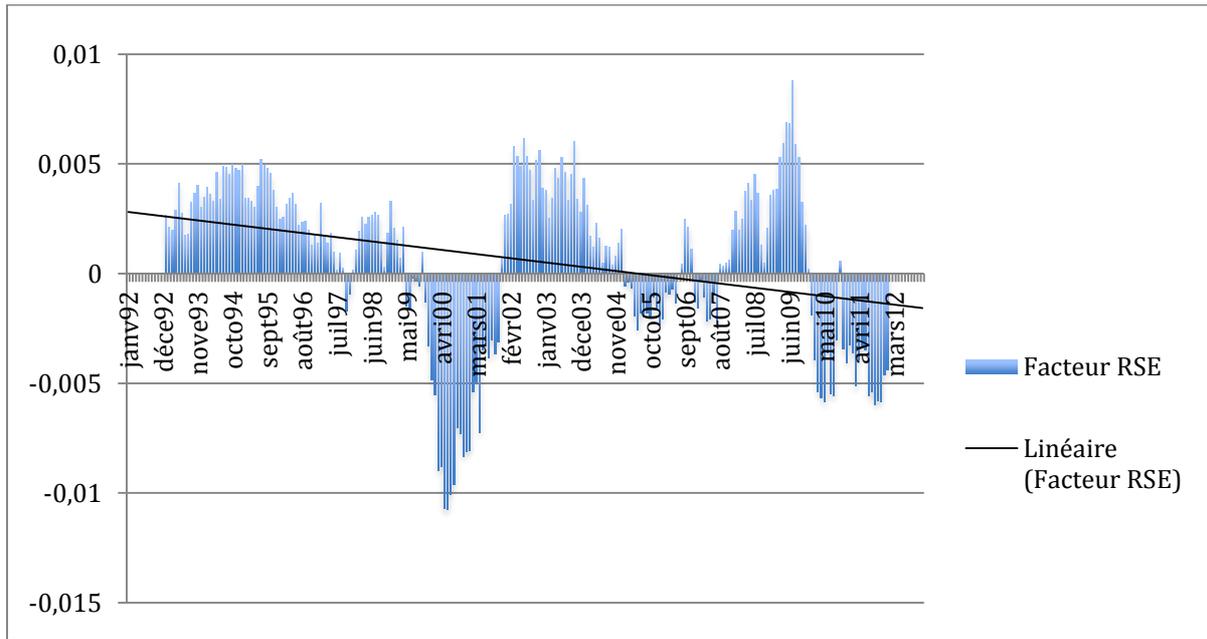
Graphique 6 : Moyenne mobile centrée sur 24 mois du S&P500 et du facteur CMT



L'analyse distincte des forces et des faiblesses fait apparaître des divergences quant à la nature de la meilleure performance constatée des firmes responsables en temps de crise. En effet, la rentabilité positive affichée par le facteur RSE cache deux conclusions opposées. Durant la crise de 2000, il semblerait que les actions irresponsables aient été pénalisantes pour les firmes, sans pour autant qu'une attitude proactive des firmes en matière de responsabilité ne fut rétribuée. Les conclusions sont antagonistes concernant la crise de 2008 où l'irresponsabilité des firmes semblait améliorer la performance financière au même titre que les actions responsables.

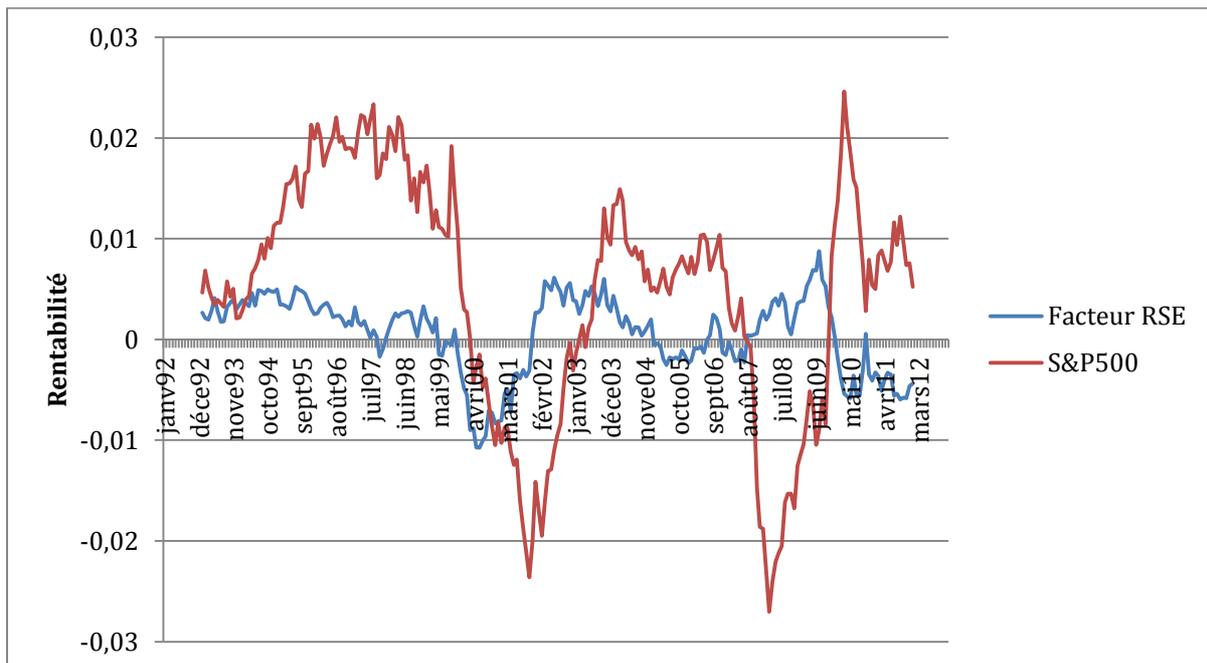
Concernant la base de données (I) relative aux valeurs du S&P 500 présentes sur l'ensemble de la période, nos conclusions sont presque similaires. Il subsiste également une distinction visible entre la seconde moitié de notre période d'analyse et la première moitié. Les entreprises les plus responsables sont plus rentables en première période. En seconde période, il semble globalement que les firmes les plus responsables connaissent une rentabilité financière inférieure. Le constat est identique à celui réalisé sur la base de données (II), l'augmentation du nombre de données n'étant pas la cause de cette évolution.

Graphique 7 : Moyennes mobiles du niveau du facteur RSE sur la base de données (II)



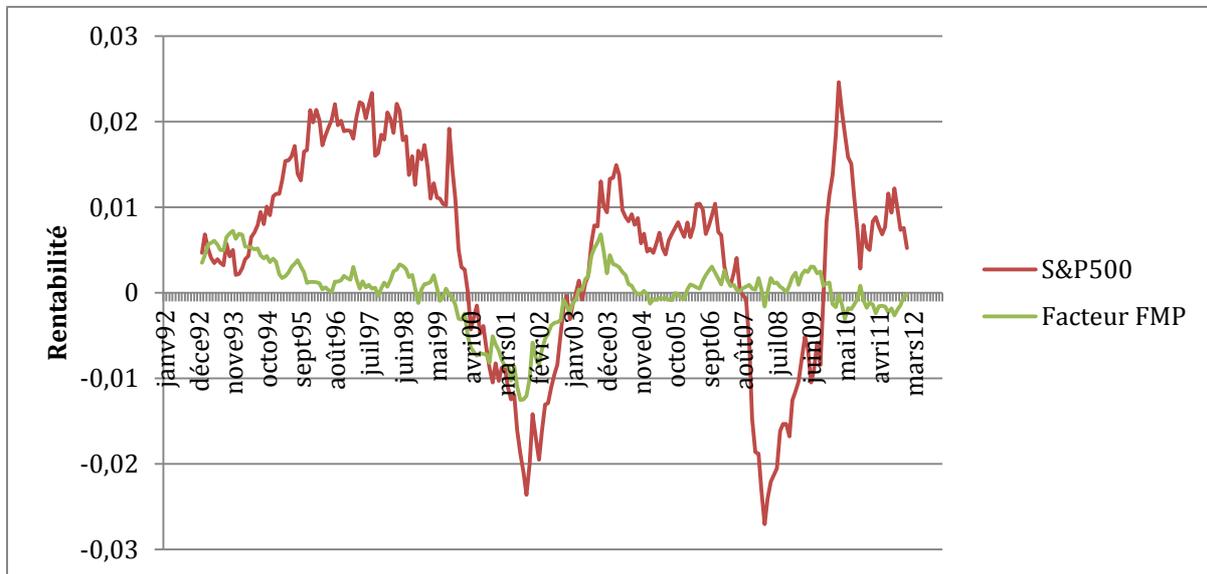
Pour ces valeurs, Il semble que les firmes les plus responsables connaissent une meilleure rentabilité pendant les crises financières. Cet effet apparaît plus marqué et plus étendu. Nous pouvons l’expliquer par la possible capacité des firmes les plus responsables du S&P 500 à se créer du capital moral, l’exposition médiatique permettant d’améliorer leurs images de marque plus aisément que sur un marché moins populaire. Ainsi, l’ancrage psychologique que constitue la responsabilité pour les investisseurs serait plus notable.

Graphique 8 : Moyenne mobile centrée sur 24 mois du S&P500 et du facteur RSE



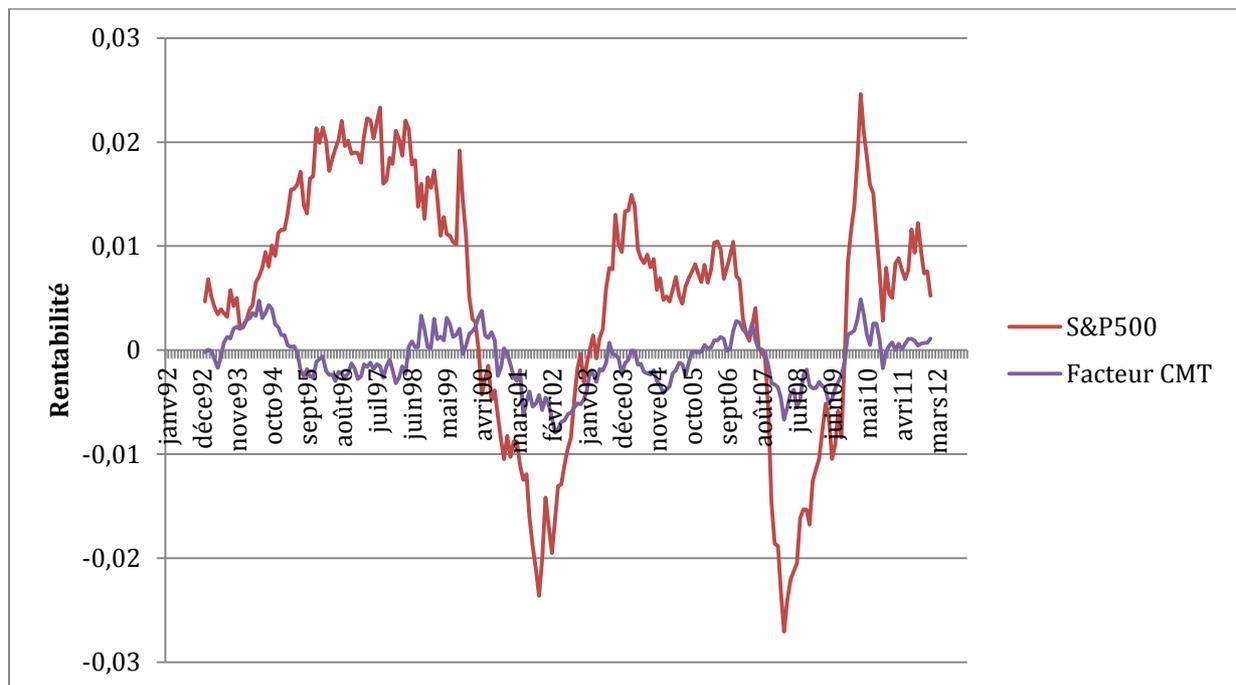
La rentabilité supérieure des firmes responsables semble tout autant s’essouffler à mesure que les périodes de croissance sont longues. Nous pouvons noter l’effet plus faible des politiques responsables proactives durant la crise des *Subprimes*.

Graphique 9 : Moyenne mobile centrée sur 24 mois du S&P500 et du facteur FMP



L’évolution des moyennes mobiles du facteur d’irresponsabilité CMT de la base de données (I) présente des similitudes avec celle de la base de données (II). La période précédant l’année 2003 débouche sur des conclusions similaires. Néanmoins, une différence notable s’observe pour la crise de 2008. Pour la base de données précédente, il apparaissait que les firmes les plus irresponsables connaissaient une performance supérieure durant cette crise. Le constat s’inverse ici. Il apparaît que durant la crise de 2008, les valeurs les plus irresponsables étaient moins rentables. Encore une fois, nous pouvons suggérer l’hypothèse de la médiatisation qui inciterait les investisseurs à se détourner des firmes irresponsables en temps de crise. D’autant plus que le krach boursier de 2008 avait pour origine les comportements à risques et non éthiques du secteur financier. La place médiatique des valeurs survivantes du S&P 500 serait probablement déterminante afin d’expliquer la plus faible rentabilité des firmes les plus irresponsables. L’effet d’ancrage psychologique à la Shiller serait alors envisageable.

Graphique 10 : Moyenne mobile centrée sur 24 mois du S&P500 et du facteur CMT



L'analyse des facteurs de responsabilité par la méthode des moyennes mobiles nous permet de justifier les interrogations et hypothèses développées préalablement. La question de l'apport de rationalité du facteur de responsabilité, la perception d'ancrage psychologique de la RSE, le sens de la corrélation entre performance responsable et performance financière, sa non-constance dans le temps, et les effets de médiatisation. L'ensemble de ces questionnements nécessite un approfondissement de notre analyse, la méthode des moyennes mobiles ne nous permettant pas de d'établir de conclusions suffisamment solides. En effet, comme le préconisent les méta-analyses, il est nécessaire de mettre en place un modèle prenant en compte des variables de contrôle telles que la taille et le risque de l'entreprise, afin de ne pas commettre d'erreurs d'appréciations. D'autre part, la distinction entre les différentes formes de la responsabilité est nécessaire. En effet, cette distinction permet de mieux cerner les effets sur la performance responsable. Ainsi, notre modèle devra dans un premier temps relater une approche globale de la responsabilité. Il sera par la suite nécessaire de distinguer deux sous-périodes dans notre analyse, antérieure et postérieure à l'année 2003. Enfin, nous opérerons une distinction par secteur.

## B. Les stratégies responsables, un coût pour l'actionnariat

Après, avoir réalisé une analyse historique des facteurs liés aux différences de rentabilité entre les firmes responsables et irresponsables, nous rendrons compte de l'apport d'un facteur de responsabilité au sein d'un modèle d'estimation des rentabilités des firmes. Nous utiliserons le modèle développé préalablement.

### 1. Les caractéristiques du modèle

Nous avons fait le choix d'utiliser une régression linéaire multiple. Celle-ci est composée de quatre facteurs explicatifs et d'un facteur expliqué (la prime de risque des actions). Les facteurs de marché, de taille, de valeur comptable sur la valeur de marché et le facteur responsable devraient nous permettre d'expliquer une partie des variations de rentabilité et plus particulièrement d'analyser le lien entre performance responsable et performance financière. Nos trois équations diffèrent par la nature du facteur responsable. Enfin, nous disposons de deux bases de données que nous étudierons indépendamment dans un premier temps. Nous avons choisi de numéroter les différents univers d'analyse dans un souci de clarté. Ainsi, « la base de données I » correspond à l'ensemble des actions présentes au sein du S&P 500 sur l'ensemble de la période 1991-2012. La « base de données II » fait référence à l'ensemble des actions disponibles au sein de la base de données KLD entre 1991 et 2012. Chacune de nos analyses sera également implémentée sur la base d'une périodicité annuelle et mensuelle.

Tableau 24 : Répartition du nombre d'observations par périodicité et par modèle

Modèle	S&P500 (I)	Base de données globale (II)
Nombre d'observations (périodicité annuelle)		
FF-RSE	4437	28963
FF-FMP	4437	28963
FF-CMT	4437	28963
Nombre d'observations (périodicité mensuelle)		
FF-RSE	51074	295299

FF-FMP	51074	295299
FF-CMT	51074	295299

*a) Un modèle relativement explicatif*

Afin de déterminer la qualité de notre modèle, l'approche par le coefficient de détermination constitue une première information déterminante. En effet, ce coefficient rend compte du pourcentage d'explication de la variable modélisée par les variables explicatives. Ainsi, plus le coefficient sera proche de 1 et plus notre modèle sera viable pour la réalisation d'estimation quant aux primes de risque futures des actions.

Avant d'analyser les coefficients de détermination, il convient de rappeler certaines caractéristiques relatives à l'interprétation de ces coefficients. Tout d'abord, la nature de la variable expliquée peut compliquer la constitution d'un modèle parfaitement explicatif. Dans notre cas, la rentabilité des actions sur les marchés financiers est souvent la conséquence de facteurs multiples et inconstants. D'autant plus que l'évolution du prix des actions est caractérisée par des mouvements browniens. Il sera logique d'obtenir un coefficient de détermination assez faible.

Notre modèle constitué de quatre facteurs ne pourra pas capter l'entière complexité des facteurs économiques, psychosociologiques et sociétaux qui modifient la perception des investisseurs. Ainsi, la variation de la prime de risque des actions ne sera que partiellement approchée par nos facteurs. Toutefois, notre objectif est de constater les effets d'un facteur responsable sur la performance boursière. Notre modèle a l'avantage de rester simple et accommodant pour quelconques investisseurs souhaitant suivre cette méthodologie et disposant de données responsables. Enfin, le nombre d'observations détermine également la puissance explicative du modèle. En effet, un nombre important d'observations laisse présager une récurrence plus importante de valeurs extrêmes et donc d'erreurs possibles pour le modèle. Nous avons souhaité sauvegarder le maximum de valeurs, seules les données absurdes ont été supprimées. La responsabilité est censée limiter l'apparition de situations extrêmes, il convient alors de garder les valeurs extrêmes dans nos observations. Nous tempérerons notre analyse du  $R^2$  du fait de la nature de notre variable expliquée.

Ainsi, nous avons développé douze modèles, six ayant une périodicité des observations annuelles et six ayant une périodicité mensuelle. Il apparaît que les modèles basés sur une périodicité annuelle sont plus performants que leurs concurrents. La moyenne du coefficient de détermination  $R^2$  est pour les premiers de 25,01 % contre 19,29 % pour une périodicité mensuelle. Cependant, le nombre d'observations dans nos modèles annuels est largement inférieur, ce qui pourrait expliquer des coefficients supérieurs.

On constate également qu'indépendamment de la nature du facteur responsable RSE, FMP ou CMT les coefficients de détermination restent similaires. Le modèle le moins performant explique un minimum de 18 % de la variable expliquée. Ce coefficient est relativement acceptable au vu de la nature très aléatoire de la rentabilité des actions sur le marché financier. Nous considérerons que ces modèles apportent une aide significative à un investisseur. En effet, presque un quart des variations de la prime de risque sont expliquées par notre modèle. Il reste toutefois nécessaire d'étoffer les choix d'investissements par des données complémentaires. Nous sommes conscients qu'une stratégie d'investissement ne pourrait se fonder uniquement sur les estimations de nos modèles.

Tableau 25 : Coefficient de détermination par périodicité et par modèle

Modèle	S&P500 (I)	Base de données globale (II)
R2 (périodicité annuelle)		
FF-RSE	26,1 %	24,1 %
FF-FMP	26,2 %	24 %
FF-CMT	25,7 %	24 %
R2 (périodicité mensuelle)		
FF-RSE	18,9 %	20,2 %
FF-FMP	18 %	20,4 %
FF-CMT	18,2 %	20,2 %

Tableau 26 : Moyenne du coefficient de détermination par périodicité

Modèle	S&P500 (I)	Base de données globale (II)
R2 (périodicité annuelle)		
Moyenne des trois modèles	26 %	24,03 %
R2 (périodicité mensuelle)		
Moyenne des trois modèles	18,3 %	20,27 %

*b) Des facteurs responsables influents*

Nos modèles manifestent une capacité raisonnable d'apport d'informations susceptibles de guider une stratégie d'investissement. Cependant, il est nécessaire d'éclaircir la part revenant aux facteurs responsables dans ces modèles en comparaison aux facteurs historiquement utilisés dans le modèle Fama-French. Pour y répondre, nous allons analyser les coefficients normalisés des facteurs pour chaque modèle.

Le premier constat relève l'importance du facteur marché dans chacun des modèles. En effet, quel que soit le modèle utilisé, sa valeur s'approche de 0,40. La prime de risque du portefeuille de marché est primordiale dans l'explication de la formation de la prime de risque d'une action. Les autres facteurs (SMB, HML, RSE, FMP et CMT) ont un pouvoir explicatif nettement inférieur. Ce résultat n'est pas surprenant étant donné que le facteur marché fut pendant longtemps l'unique facteur du MEDAF. Le facteur taille SMB est le second à être le plus explicatif, souvent supérieur à 0,1. Viennent ensuite le facteur valeur comptable sur la valeur de marché (HML) et les facteurs responsables.

Les facteurs du modèle Fama-French original sont les plus performants. Néanmoins dans certain cas, les facteurs responsables peuvent apporter une information suffisamment conséquente. Par quatre reprises, les coefficients normalisés  $\mu_i$ ;  $\eta_i$ ;  $\theta_i$  des facteurs responsables sont aussi importants que ceux du facteur HML  $\delta_i$ ;  $\delta'_i$ ;  $\delta''_i$ . En effet, c'est le cas du facteur RSE pour la base de données globale (II) par an, avec un coefficient normalisé de  $\delta_i = 0,067$  pour le facteur HML et de  $\mu_i = -0,066$  pour le facteur RSE. De même pour la base de données (I) en annuel, le coefficient du facteur RSE atteint  $\mu_i = -0,061$  contre  $\delta_i = 0,043$  pour le facteur HML.

Par deux fois, le coefficient du facteur FMP est supérieur à celui du facteur HML. Pour une périodicité annuelle sur la base de données S&P 500 (I), le coefficient de FMP est égal à  $\eta_i = -0,099$  contre  $\delta'_i = 0,045$  pour le facteur HML. En outre, par trois reprises le facteur de responsabilité est au moins égal à la moitié du facteur HML (représenté par les valeurs en gras dans les tableaux 28 et 29).

Tableau 27 : Coefficients de détermination des modèles en périodicité annuelle

Modèles à périodicité annuelle	Facteurs du modèle	S&P500 (I)	Base de données globale (II)
	Valeur des coefficients $\beta_i$ ; $\gamma_i$ ; $\delta_i$ ; $\mu_i$ respectivement à chaque modèle		
FF-RSE	MKT-RF	0,426	0,359
	SMB	0,155	0,092
	HML	<b>0,043</b>	<b>0,067</b>
	RSE	<b>-0,061</b>	<b>-0,066</b>
FF-FMP	MKT-RF	0,492	0,370
	SMB	0,139	0,133
	HML	<b>0,045</b>	<b>0,045</b>
	FMP	<b>-0,099</b>	<b>-0,026</b>
FF-CMT	MKT-RF	0,429	0,339
	SMB	0,136	0,130
	HML	0,079	<b>0,057</b>
	CMT	0,009*	<b>0,032</b>

\*facteur non significatif.

Tableau 28 : Coefficients de détermination des modèles en périodicité mensuelle

Modèles à périodicité mensuelle	Facteurs du modèle	S&P500 (I)	Base de données globale (II)
	Valeur des coefficients $\beta_i$ ; $\gamma_i$ ; $\delta_i$ ; $\mu_i$ respectivement à chaque modèle		
FF-RSE	MKT-RF	0,370	0,370
	SMB	0,083	0,099
	HML	0,100	0,058
	RSE	-0,026	-0,009
FF-FMP	MKT-RF	0,402	0,371
	SMB	0,077	0,115
	HML	<b>0,067</b>	<b>0,056</b>
	FMP	<b>-0,036</b>	<b>-0,059</b>
FF-CMT	MKT-RF	0,388	0,378
	SMB	0,089	0,102
	HML	0,054	0,053
	CMT	0,020	-0,017

Ainsi, nous constatons que les facteurs responsables sont moins influents que leurs homologues historiquement présents dans le modèle Fama-French. Néanmoins, les facteurs responsables se révèlent dans certain cas d'une même importance, justifiant ainsi leur utilisation.

D'autre part, la question de la significativité des facteurs responsables est cruciale afin de justifier leurs utilisations. En effet, l'information supplémentaire apportée par le niveau de responsabilité ne doit pas être redondante avec les facteurs déjà présents. Un facteur significatif signifierait que l'information supplémentaire apportée par celui-ci permet une meilleure perception de la variable expliquée.

Nous observons que nos modèles implémentés se révèlent tous significatifs. L'analyse de la variance des modèles s'effectue par le biais du test de Fisher. Afin de connaître la significativité des facteurs responsables, nous analysons la p-value associée au T de Student

pour chacun des facteurs des modèles. Le tableau 29 reprend la p-value relative à chaque facteur<sup>217</sup>. Mis à part le facteur CMT en périodicité annuelle, nous constatons que l'ensemble des facteurs sont significatifs. Le manque de significativité du facteur CMT pourrait s'expliquer par une information responsable déjà absorbée par le marché. L'ajout de ce facteur CMT n'aura pas d'utilité supplémentaire dans ce modèle.

Tableau 29 : P-value des facteurs responsables

Facteurs	S&P500 (I)	Base de données globale (II)
Significativité des facteurs (périodicité annuelle)		
RSE	<b>&lt;0,0001</b>	<b>&lt;0,0001</b>
FMP	<b>&lt;0,0001</b>	<b>&lt;0,0001</b>
CMT	0,513	<b>&lt;0,0001</b>
Significativité des facteurs (périodicité mensuelle)		
RSE	<b>&lt;0,0001</b>	<b>&lt;0,0001</b>
FMP	<b>&lt;0,0001</b>	<b>&lt;0,0001</b>
CMT	<b>&lt;0,0001</b>	<b>&lt;0,0001</b>

*En gras les valeurs significatives pour un intervalle de confiance à 95 %*

Enfin, l'apparition d'erreurs, donc de résidus, est inhérente à l'utilisation de modèles de régression linéaire multiple. La nature très imprévisible de la rentabilité d'une action rend difficile son estimation. La rationalité limitée des agents peut également déboucher à de possibles irrationalités. Notre volonté de conserver un modèle limpide et proche du modèle initial de Fama-French restreint le nombre de facteurs de notre modèle. Ainsi, les réalités économiques et humaines déterminantes dans la constitution du prix des actions ne sauraient être intégralement appréhendées par nos quatre facteurs. Les modèles donnent des résultats similaires en ce qui concerne les résidus obtenus. Nous n'avons pas constaté parmi nos douze modèles (six à périodicité annuelle et six à périodicité mensuelle) de différences notables dans la répartition des résidus.

Nous constatons dans un premier temps que les moyennes des résidus de nos modèles sont toutes nulles. Les erreurs produites ne laissent pas apparaître de tendance à la sous-évaluation ou la surévaluation de la prime de risque des actions. Cependant, la règle de

<sup>217</sup> Pour un intervalle de confiance à 95%

normalité des résidus ne peut être totalement respectée au vu des caractéristiques de la variable étudiée. Néanmoins, cette question a déjà été soulevée par Fama et French. Ces auteurs considèrent que la distribution journalière et mensuelle de la rentabilité des actions est plutôt symétrique par rapport à sa moyenne. Néanmoins, les queues de distribution sont plus épaisses que lors d'une distribution purement normale. Nous pouvons nous attendre à ce que la rentabilité des actions suive une distribution normale. Les alternatives à la distribution normale seraient l'utilisation d'une distribution non-normale mais solidement symétrique. Nous aurions une loi normale avec des queues de distribution épaisses.

*« Distributions of daily and monthly stock returns are rather symmetric about their means, but the tails are fatter (i.e., there are more outliers) than would be expected with normal distributions. (This topic takes up half of Gene's 1964 PhD thesis.) In the old literature on this issue, the popular alternatives to the normal distributions were non-normal symmetric stable distributions (which are fat-tailed relative to the normal) and t-distributions with low degrees of freedom (which are also fat-tailed). The message for investors is: expect extreme returns, negative as well as positive ».*<sup>218</sup>

En somme nous pouvons nous attendre à des rentabilités en excès, aussi bien positives que négatives. L'information obtenue grâce au modèle devrait être à relativiser. La non-normalité des résidus ne remettant pas en cause l'équation du modèle mais empêche l'estimation des intervalles de confiance des paramètres. En outre, du fait d'un nombre important d'observations, il n'est pas surprenant de ne pouvoir accepter complètement la normalité des résidus. Comme nous l'avions avancé, l'occurrence des erreurs est fonction du nombre d'observations, donc croissante avec le nombre d'observations.

## 2. La performance du portefeuille responsable

### a) Des stratégies responsables coûteuses pour l'investisseur

Les modèles relatant du niveau d'actions responsables et de la note globale de responsabilité indiquent une relation clairement négative entre le niveau de responsabilité et la

---

<sup>218</sup> <https://famafrench.dimensions.com/questions-answers/qa-are-stock-returns-normally-distributed.aspx>  
consulté le 10-02-17

performance financière des entreprises. Ce constat est vrai indépendamment de la base de données analysée et de la périodicité.

Tout d'abord, l'observation du facteur relatif au niveau d'actions responsables FMP laisse transparaître un constat clair. Comme mentionné précédemment, les coefficients normalisés  $\eta$  du facteur FMP sont relativement élevés. Le coefficient  $\eta$  atteint sur la base de données (I) en périodicité annuelle -0,099 contre seulement  $\delta' = 0,045$  pour le facteur HML. Concernant la base de données globale (II) le coefficient normalisé  $\eta$  est plus faible, Il devient cependant très influent lorsque la périodicité devient mensuelle. En effet, il varie de -0,026 à -0,059. Inversement, la force du facteur FMP diminue pour la base de donnée (I) entre les deux périodicités en passant de  $\eta = -0,099$  à  $\eta = -0,036$  en périodicité mensuelle. Malgré ces variations, les effets du niveau d'actions responsables sur la performance financière sont significatifs et importants. Nous pouvons pour l'instant considérer qu'un portefeuille d'actions à haut niveau de responsabilité aura une performance financière plus faible.

L'analyse du facteur RSE confirme les assertions précédentes. Cependant, ce facteur est plus important en périodicité annuelle que mensuelle. Nous remarquons qu'en périodicité annuelle, les coefficients normalisés  $\mu$  sont pratiquement identiques sur la base de données (I) et (II), avec respectivement  $\mu = -0,061$  et  $\mu = -0,066$ . En périodicité mensuelle, ces coefficients restent significatifs et négatifs, mais leur impact sur la performance financière se révèle très faible. Nous supposons qu'il existe un bruit statistique du fait de la transformation en données mensuelles, cet effet est plus présent pour ce facteur du fait de sa composition plus complexe.

Ainsi, ces résultats vont dans un sens opposé aux hypothèses théoriques postulées préalablement. Pour l'instant, nos résultats suggèrent que les hypothèses H3a et H3c sont à rejeter. Il n'y aurait pas d'intérêt purement financier à investir sur des valeurs plus responsables. Les actions responsables seraient soumises à une rentabilité inférieure. Ces résultats sous-tendent que les actions responsables impliqueraient des coûts supplémentaires pour l'entreprise. Ces coûts peuvent être directs, l'instauration d'actions responsables mobilise des ressources qui ne semblent pas générer de profits marqués. En outre, nous pouvons envisager que l'allocation d'une partie des ressources financières de l'entreprise aux activités responsables engendre des coûts d'opportunité. La firme aurait éventuellement pu investir dans d'autres stratégies plus rentables, ce qui expliquerait les différences de rentabilité visibles entre firmes plus ou moins responsables.

Notre étude s'établit sur plus de vingt ans. Nos résultats ont été obtenus sur une base de données relativement longue et importante. Les effets positifs sur le long terme auraient dû se manifester. Toutefois, il ne semble pas exister d'effets de long terme susceptibles d'encourager le développement de stratégies responsables afin d'améliorer la valeur financière de l'entreprise. Par ailleurs, nous avons mis en avant l'importance du caractère médiatique de l'approche responsable. Les firmes évoluant sur un marché médiatisé et reconnu tel que le S&P 500 auraient dû tirer un profit plus important des actions responsables. Les coefficients normalisés des facteurs responsables RSE et FMP sur notre base de données (I) correspondent aux firmes survivantes du S&P 500, par conséquent les plus reconnues. La dissociation entre les deux bases de données ne rend pas compte de différences notables. Il nous est pour le moment impossible d'accepter l'hypothèse cinq considérant le niveau de médiatisation comme un incubateur de performance financière par la responsabilité.

Ces résultats corroborent l'idée que la mise en place d'actions responsables se fait au détriment des actionnaires. La prise en compte des parties prenantes ne permettrait pas un retour sur investissement. Les hypothèses de Freeman souscrivaient à l'intérêt pour les actionnaires de prendre en compte les parties prenantes. Or, nos résultats suggèrent que toutes actions responsables se paient sur les marchés financiers. L'investisseur paierait pour l'éthique, comme le souscrivent Dupré et *al.* (2006). Ces considérations nous rapprochent de la théorie d'agence de Jensen et Meckling. L'actionnaire serait délaissé au profit des autres parties prenantes de l'entreprise. Il convient dorénavant d'étoffer nos propos en analysant le facteur d'irresponsabilité.

Tableau 30 : Coefficients de détermination des modèles composés du facteur FMP

Facteurs du modèle	S&P500 de 1991 à 2012 (I)	Base de données globale de 1991 à 2012 (II)
Modèles à périodicité annuelle		
MKT-RF	0,492	0,370
SMB	0,139	0,133
HML	<b>0,045</b>	<b>0,045</b>
FMP	<b>-0,099</b>	<b>-0,026</b>
Modèles à périodicité mensuelle		
MKT-RF	0,402	0,371
SMB	0,077	0,115
HML	<b>0,067</b>	<b>0,056</b>
FMP	<b>-0,036</b>	<b>-0,059</b>

Tableau 31 : Coefficients de détermination des modèles composés du facteur RSE

Facteurs du modèle	S&P500 de 1991 à 2012 (I)	Base de données globale de 1991 à 2012 (II)
Modèles à périodicité annuelle		
MKT-RF	0,426	0,359
SMB	0,155	0,092
HML	<b>0,043</b>	<b>0,067</b>
RSE	<b>-0,061</b>	<b>-0,066</b>
Modèles à périodicité mensuelle		
MKT-RF	0,370	0,370
SMB	0,083	0,099
HML	0,100	0,058
RSE	-0,026	-0,009

*b) Les effets ambigus de l'irresponsabilité*

Les facteurs RSE et FMP semblaient assez homogènes quant à leurs effets sur la performance financière, quelles que soient la base de données et la périodicité observées. Les conclusions possibles pour le facteur CMT sont plus nébuleuses. Tout d'abord, l'impact du

niveau d'actions irresponsables sur la performance financière semble plus modeste. Le facteur CMT est en effet non significatif pour la base de données (I) en périodicité annuelle. Les autres coefficients normalisés du facteur CMT sont significatifs mais d'une moindre importance que le facteur FMP en périodicité mensuelle. Les coefficients normalisés  $\theta$  du facteur CMT sont nettement inférieurs au coefficient normalisé  $\delta$  du facteur HML. Tandis que ceux du facteur FMP étaient au moins égal à la moitié du facteur HML. On notera tout de même, sur la base de données (II) en périodicité annuelle, l'influence plus élevée du facteur CMT que son homologue FMP avec  $\theta = 0,032$  contre  $\eta = -0,026$ .

En outre, les résultats ne sont pas homogènes selon les bases de données et les périodicités. En périodicité mensuelle, les coefficients normalisés du facteur d'irresponsabilité se trouvent être opposés. Pour la base de donnée (I)  $\theta = 0,020$  et  $\theta = -0,017$  pour la deuxième. Cela se traduit par un effet bénéfique de l'irresponsabilité sur la performance financière, pour les firmes sur le S&P 500 pendant les vingt années de l'étude. A contrario, sur la base de données globale, un haut niveau de faiblesse se traduit par une rentabilité financière moindre. Ce dernier résultat est le premier à rapporter du caractère positif de la responsabilité. Notre approche théorie considérait que des actions irresponsables seraient jugées négativement du fait de risque encouru plus important.

Néanmoins, nous pouvons nuancer ce résultat en faveur de la responsabilité des entreprises. En effet, sur cette même base de données (II), le passage d'une périodicité mensuelle en annuelle aboutit à des conclusions antagonistes. Le coefficient normalisé du facteur CMT, négatif en périodicité mensuelle, se trouve être positif et important en périodicité annuelle avec  $\theta = 0,032$ . Ce dernier résultat rejoint les conclusions précédentes quant à l'intérêt de ne pas faire cas des faiblesses de l'entreprise. Il est dès à présent difficile d'établir une conclusion évidente quant au sens de la relation entre performance financière et niveau d'irresponsabilité. Des analyses plus précises sont nécessaires afin de parvenir à un résultat probant.

Nous observons ainsi que les actions irresponsables ont un impact moins important que les actions responsables. Ce résultat est contraire à nos attentes. En effet, théoriquement il semblait naturel que des actions négatives à l'égard des parties prenantes susciteraient une réaction plus vive du marché. Or, l'impact du niveau de faiblesse, qu'il soit positivement ou négativement corrélé à la performance financière, reste plutôt timide. Un approfondissement est nécessaire afin de constater l'intégration par le marché des informations relatives à

l'irresponsabilité. Dans ce cas, notre facteur relatif à l'irresponsabilité serait en partie capté par les acteurs du marché et ne représenterait pas une source d'information aussi nouvelle et importante que celle du facteur responsable

Enfin, nous rejetons pour l'instant la possibilité d'un effet de médiatisation pour nos modèles composés du facteur CMT. Nos résultats ne présentent pas d'un surcroît de performance pour les firmes médiatisées représentées par notre base de données (I), que sur une base de données plus globale. La différence d'amplitude des coefficients normalisés du facteur CMT entre les deux bases de données en périodicité mensuelle est minime avec 0,020 contre -0,017.

L'hétérogénéité des observations et des conclusions quant aux facteurs CMT nécessite d'approfondir le sens de la relation entre performance responsable et performance financière. Le flou qu'entretient le facteur CMT a des incidences sur les résultats du facteur RSE. Au vu des hypothèses que nous avons préalablement considérées, nous développerons l'analyse de nos modèles au travers d'une distinction par période, puis par secteur. Ces enrichissements devraient permettre d'étoffer nos conclusions.

Tableau 32 : Coefficients de détermination des modèles composés du facteur CMT

Facteurs du modèle	S&P500 de 1991 à 2012 (I)	Base de données globale de 1991 à 2012 (II)
Modèles à périodicité annuelle		
MKT-RF	0,429	0,339
SMB	0,136	0,130
HML	0,076	<b>0,057</b>
CMT	0,009*	<b>0,032</b>
Modèles à périodicité mensuelle		
MKT-RF	0,388	0,378
SMB	0,089	0,102
HML	0,054	0,053
CMT	0,020	-0,017

\*Les facteurs ne sont pas significatifs pour une p-value à 95 %

## C. Les fortes disparités périodiques

Dans cette partie, notre approche consiste à séparer notre période d'étude en deux sous-ensembles. Le premier courant de l'année 1992 à 2002, et le second de 2003 à 2012. En effet, la popularité de la responsabilité sociale des entreprises est tardive. Sa prise en compte par les marchés financiers devrait l'être également. Les effets de la responsabilité sur la performance financière seraient différents selon la période étudiée. Cette idée est développée au sein de l'hypothèse H2a. En outre, la droite de régression calculée sur les moyennes mobiles nous a révélé une rupture entre la période précédente l'année 2003 et postérieure à cette même année.

Tableau 33 : Nombre d'observations par période

	S&P500 de 1992 à 2012 (I)		Base de données globale de 1992 à 2012 (II)	
	S&P500 de 1991 à 2002 (Ia)	S&P500 de 2003 à 2012 (Ib)	Base de données globale de 1992 à 2002 (IIa)	Base de données globale de 2003 à 2012 (IIb)
Nombre d'observations, périodicité annuelle	2387	2050	5051	23912
Nombre d'observations périodicité mensuelle	26381	24693	50140	245159

### 1. Une performance accrue du modèle entre 2003 et 2012

Le premier constat que nous pouvons faire provient de la nette différence de performance des modèles entre les deux périodes. Les modèles implémentés entre 1992 et 2002 sont nettement moins performants. Si nous observons les moyennes du coefficient de

détermination  $R^2$  des modèles selon les périodes, il y existe un avantage certain aux modèles développés pour la période 2003-2012. En effet, pour la base de données (I), la moyenne du coefficient de détermination des six modèles atteint 13,7 %, sur la première période contre 30,4 % sur la deuxième période. Le même état de fait est observable pour la base de données (II) avec un  $R^2$  moyen de 9,3 % sur la première période contre 25,28 % sur la deuxième.

Nous pouvons également qualifier nos modèles sur la période 2003-2012 comme très performants. Les modèles implémentés sur une périodicité annuelle ont des coefficients de détermination de plus de 35 % sur la base de données (I) et de presque 30 % pour la base de données (II). De même, pour une périodicité mensuelle, les  $R^2$  des modèles dépassent les 21 %. La faible précision des modèles en première période doit vraisemblablement provenir de spécificités macro-économiques. En effet, l'influence du facteur marché dans nos modèles augmente considérablement en deuxième période. Ce constat est général à l'ensemble des modèles entre la première et la deuxième période. Les facteurs responsables permettent également d'améliorer la qualité des modèles avec des coefficients normalisés significatifs et plus influents en deuxième période.

Il n'est pas étonnant de constater que les facteurs responsables soient non significatifs sur la première période du fait de la faible performance des modèles. Sur la première période, les facteurs FMP et CMT sont non significatifs, pour la base de données globale (II) en périodicité annuelle. Ces mêmes facteurs sont néanmoins davantage significatifs lorsqu'ils sont implémentés en périodicité mensuelle. Enfin, le facteur relatif au niveau d'irresponsabilité n'est pas significatif en première période. Quel que soit le modèle étudié, il semblerait que le facteur CMT n'apporte pas d'informations supplémentaires au modèle Fama-French original. Ce constat manifesterait d'une prise en compte tardive de la question de l'éthique, l'information responsable n'ayant qu'un impact mineur sur le monde financier avant les années 2000. En globalité, les facteurs de responsabilité sont plus performants en deuxième période.

Tableau 34 : Coefficients de détermination des modèles par période

Coefficient de R2		S&P500 de 1992 à 2012 (I)		Base de données globale de 1992 à 2012 (III)	
		S&P500 de 1991 à 2002 (Ia)	S&P500 de 2003 à 2012 (Ib)	Base de données globale de 1992 à 2002	Base de données globale de 2003 à 2012
Périodicité annuelle	FF-RSE	14,8 %	37,3 %	5,4 %	28,9 %
	FF-FMP	11,1 %	37,1 %	5,3 %	29 %
	FF-CMT	14 %	37,4 %	5,1 %	28,9 %
Périodicité mensuelle	FF-RSE	14,2 %	24,6 %	13,6 %	21,6 %
	FF-FMP	14,1 %	22,7 %	13,5 %	21,7 %
	FF-CMT	14,2 %	23,3 %	13,3 %	21,6 %

Tableau 35 : Coefficients normalisés des facteurs pour une périodicité annuelle

Périodicité annuelle		S&P500 de 1992 à 2012 (I)		Base de données globale de 1992 à 2012 (III)	
		S&P 500 de 1991 à 2002 (Ia)	S&P 500 de 2003 à 2012 (Ib)	Base de données globale de 1992 à 2002	Base de données globale de 2003 à 2012
FF-RSE	Mrk-rf	0,477	0,492	0,246	0,457
	SMB	0,160	0,069*	0,040	0,061
	HML	0,070	0,043*	0,094	0,033
	RSE	-0,090	<b>-0,048</b>	-0,041	-0,016
FF-FMP	Mrk-rf	0,437	0,534	0,243	0,462
	SMB	0,117	0,083	0,053	0,062
	HML	0,048*	0,020*	0,090	0,029
	FMP	<b>-0,138</b>	-0,023*	0,016*	-0,034
FF-CMT	Mrk-rf	0,424	0,398	0,226	0,493
	SMB	0,077	<b>0,093</b>	0,035	0,061
	HML	0,121	<b>0,098</b>	0,090	0,020
	CMT	0,018*	<b>0,084</b>	0,034*	-0,028

\* Les facteurs ne sont pas significatifs pour une p-value à 95 %

Tableau 36 : Coefficients normalisés des facteurs pour une périodicité mensuelle

Périodicité mensuelle		S&P500 de 1992 à 2012 (I)		Base de données globale de 1992 à 2012 (III)	
		S&P500 de 1991 à 2002 (Ia)	S&P500 de 2003 à 2012 (Ib)	Base de données globale de 1992 à 2002	Base de données globale de 2003 à 2012
FF-RSE	Mrk-rf	0,375	0,327	0,349	0,381
	SMB	0,087	0,095	0,060	0,109
	HML	0,093	0,140	0,117	0,029
	RSE	-0,015	-0,058	-0,027	-0,010
FF-FMP	Mrk-rf	0,385	0,414	0,360	0,382
	SMB	0,084	0,090	0,066	0,118
	HML	0,103	<b>0,029</b>	0,113	<b>0,034</b>
	FMP	-0,040	<b>-0,040</b>	-0,030	<b>-0,061</b>
FF-CMT	Mrk-rf	0,372	0,405	0,344	0,385
	SMB	0,096	0,097	0,070	0,110
	HML	0,092	-0,002*	0,104	0,024
	CMT	0,005*	0,053	0,005*	-0,002*

\* Les facteurs ne sont pas significatifs pour une p-value à 95 %.

## 2. L'effet massue de la responsabilité

Nous pouvons souligner que le facteur relatif au niveau de responsabilité FMP est généralement plus important en deuxième période, exception faite pour la base de données (I) en périodicité annuelle pour la première période. Ainsi, nous remarquons que pour cette même base de données (I) en périodicité mensuelle, le coefficient normalisé du facteur FMP reste identique entre les deux périodes avec  $\eta = -0,040$ . Cependant, il est relativement plus important en deuxième période par rapport au facteur HML. Ce dernier devient beaucoup moins influent en passant de  $\delta = 0,103$  à  $\delta = 0,029$ . En outre, pour la base de données (II), l'influence du facteur FMP est dans les deux cas supérieure sur la deuxième période. En périodicité annuelle le coefficient normalisé est égal à  $\eta = -0,034$ , alors qu'il était non significatif en première période. En périodicité mensuelle, le coefficient passe de  $\eta = -0,030$  à

$\eta = -0,061$ . Ces observations laissent supposer qu'il serait plus coûteux pour les entreprises d'être proactives en matière de responsabilité entre 2003 et 2012. Vraisemblablement, les entreprises qui auraient alloué des ressources dans le développement de leurs actions responsables en première période subissent un effet de massue en deuxième période. En effet, les notes des firmes sont plutôt stables dans le temps. Il est probable que les firmes les plus responsables sur la première période subissent des coûts d'opportunités croissants sur la deuxième. Ces coûts se traduisent par une rentabilité plus faible des entreprises les plus responsables en deuxième période.

Dans un deuxième temps, nous constatons que le niveau d'irresponsabilité des firmes produit des effets divergents selon la base de données étudiée pour les entreprises présentes sur le S&P 500 tout au long de notre période d'analyse. Il semblerait qu'entre 2003 et 2012, les activités irresponsables auraient un effet bénéfique sur la performance financière. Alors qu'en première période, le niveau d'irresponsabilité ne semble pas avoir d'impact sur la performance des firmes. En effet, les coefficients normalisés du facteur CMT sont non significatifs en première période. Sur la deuxième période, les coefficients du facteur deviennent significatifs et très influents. Par exemple en périodicité annuelle, le coefficient normalisé du facteur CMT atteint  $\theta = 0,084$ . Cette valeur est très proche des coefficients des facteurs SMB et HML avec  $\gamma = 0,093$  et  $\delta = 0,098$ . Dans le même temps, en périodicité mensuelle nous obtenons  $\theta = 0,053$  pour le facteur CMT et  $\gamma = 0,097$  pour le facteur SMB. Le coefficient du facteur HML est lui non significatif. Il est manifeste que sur le marché médiatisé, représenté par notre base de données (I), les firmes les moins actives en matière d'actions responsables connaissent une performance supérieure. Nous supposons que la généralisation des questions de la responsabilité dans les entreprises a pu mener à l'explosion des pratiques de *greenwashing*. Il serait plus difficile de faire valoir les pratiques responsables de son entreprise. Il serait également plus aisé de jouer de son image de marque afin d'effacer des pratiques irresponsables.

Sur la deuxième base de données composée d'entreprises issues d'un ensemble hétéroclite d'entreprises survivantes et d'autres ayant périclitées, il semblerait qu'une limitation des actions irresponsables pourrait être génératrice de performance financière. En effet, en périodicité annuelle, le coefficient normalisé du facteur CMT est non significatif en première période mais égal à  $\theta = -0,028$  en deuxième période. En périodicité mensuelle, les coefficients des deux périodes se révèlent non significatifs. Nous pouvons envisager que ces

résultats s'expliquent par la présence d'entreprises ayant dé péri ou disparu après plusieurs années d'activités. En effet, la théorie positive de la responsabilité veut qu'une entreprise limitant ses externalités négatives envers ses parties prenantes limite ses risques et perpétue son activité. Ainsi, les firmes qui auraient perdu de la valeur pour des causes d'irresponsabilité seraient prises en compte dans cette base de données (II), ce qui n'était pas le cas dans notre première base de données. Ensuite, il est vraisemblable que sur un marché moins médiatisé les stratégies de *greenwashing* n'auraient pas autant d'effet que sur un marché médiatique, les effets de communication ne se transmettant pas aussi facilement sur l'image de marque. Ainsi, seules les démarches tangibles auraient un réel effet.

La distinction en période expose le caractère non homogène des effets de la responsabilité sur les vingt années de notre étude. Il semble exister une influence grandissante de la question de la responsabilité vis-à-vis de la performance financière. En effet, quelle que soit la période, les actions responsables restent négativement corrélées à la performance financière. Les effets du niveau d'actions irresponsables sont plus hétérogènes et nécessitent des approfondissements.

## D. La différenciation sectorielle

Nos analyses précédentes ont le défaut de souscrire à l'existence d'une homogénéité des effets de la responsabilité indépendamment des secteurs. Dans les faits, la nature des firmes peut largement influencer les effets de la responsabilité. Les parties prenantes sont plus ou moins affectées par l'activité économique de l'entreprise, les externalités négatives ou positives étant proportionnelles au cœur de métier de la firme. Une analyse par secteur est indispensable afin d'appréhender au mieux les mécanismes du lien entre performance financière et performance responsable. Nous constaterons qu'une différenciation par secteur confirme les précédentes allégations quant au facteur forces FMP. De plus, le sens de relation entre le facteur faiblesses CMT et la performance financière sera éclairé par la sectorisation. Afin de maximiser le nombre de données par secteur, nous élaborerons nos analyses sur une périodicité mensuelle. Nous ne prendrons pas en compte les résultats pour les secteurs de la construction et de la vente en gros sur la base de données du S&P 500 (I). En effet, le nombre d'entreprises étant trop restreint, il ne serait pas viable d'émettre des conclusions fondées sur ces portefeuilles de secteurs, pour cette base de données.

## 1. L'approche proactive de la RSE non récompensée

La différenciation de nos portefeuilles par secteur confirme nos précédentes affirmations quant à la relation entre le niveau d'actions responsables et la performance financière des entreprises. Nous constatons qu'indépendamment du secteur étudié, le niveau d'actions responsables est négativement corrélé à la rentabilité des entreprises. En effet, l'ensemble des coefficients normalisés  $\eta$  significatifs du facteur FMP sont négatifs. Les seuls coefficients positifs se révèlent être non significatifs dans nos modèles. Ils ne peuvent pas être considérés comme ayant une influence sur la rentabilité du portefeuille. Les secteurs de la production industrielle, de la vente au détail et des services, sur la base de données (I) sont concernés. Le facteur FMP n'apporte pas d'informations supplémentaires dans ces secteurs. Concernant la base de données globale (II), l'ensemble des facteurs FMP sont significatifs et négatifs.

Il est limpide qu'indépendamment du secteur, une démarche responsable entraînera une perte de valeur pour la firme relativement à des entreprises n'ayant pas mené de politiques éthiques. Nous remarquons que les facteurs FMP sont, au-delà d'être simplement significatifs, très influents dans la construction de la rentabilité des actions. Bien souvent, le coefficient normalisé du facteur FMP est bien supérieur aux facteurs originaux du modèle Fama-French. Par exemple, nous observons sur la base de données globale (II) pour le secteur de la vente globale, un coefficient normalisé du facteur FMP supérieur à celui du facteur HML avec  $\eta = -0,091$  contre  $\delta = 0,060$ . Le facteur relatant de la responsabilité est parfois plus influent que les facteurs SMB et HML. Le secteur minier relate cette situation. En effet, sur la base de données du S&P500 (I), le coefficient du facteur FMP atteint  $\eta = -0,210$  contre  $\gamma = 0,024$  pour le facteur SMB et  $\delta = 0,184$  pour le facteur HML. Pour la base de données globale (II) le facteur FMP atteint  $\eta = -0,111$  contre  $\gamma = 0,042$  pour le facteur SMB et  $\delta = 0,037$  pour le facteur HML.

L'importance du facteur responsable dans notre modèle nous incite à fortement recommander son intégration au sein de stratégies d'investissement. En effet, quel que soit le secteur, un investisseur pourra s'attendre à ce qu'une démarche d'investissement responsable se révèle coûteuse. Ces résultats sont homogènes quant au sens à donner à la relation entre performance financière et le niveau d'actions responsables. Il nous est d'ores et déjà possible de rejeter l'hypothèse H3a. En effet, nous avons, sur la base des recherches préexistantes,

développé l'idée que les actions responsables seraient positivement liées à la performance financière des firmes. Or, nos résultats relatifs à la rentabilité sur les marchés sont en totale contradiction avec cette hypothèse, et ce, sans ambiguïté.

Nous pouvons cependant constater que la puissance explicative des modèles basés sur le facteur FMP est dépendante du secteur. Les coefficients de détermination  $R^2$  sont hétérogènes entre les secteurs. Ils sont néanmoins pratiquement identiques entre les deux bases de données étudiées sur des secteurs identiques. Ainsi, les modèles implémentés sur le secteur de l'exploitation minière, de la construction et le secteur financier sont les plus performants. Sur la base de données (II), les coefficients de détermination  $R^2$  sont respectivement de 23,9 %, 29,7 % et 23,5 %. A contrario, les secteurs des « transports, communication et fournisseurs d'énergie » et de la vente en gros sont les plus faibles, avec un coefficient respectivement égal à 11,4 % et 19,2 %. Il conviendra pour un investisseur de prendre en compte la puissance du caractère explicatif du modèle.

S'il est indiscutable au vu des résultats que les politiques stratégiques responsables des entreprises conduisent à un coût supplémentaire pour les actionnaires, le coût n'est pas identique en fonction des secteurs. En effet, l'intensité du facteur FMP est très hétérogène entre les secteurs. Elle passe du simple au triple selon les secteurs. Les secteurs de l'exploitation minière et de la construction obtiennent des coefficients normalisés du facteur responsable très élevés. Sur la base de données (I), le coefficient atteint  $\eta = -0,210$  pour l'exploitation minière. Sur la base de données (II), il atteint  $\eta = -0,109$  pour le secteur de la construction. A contrario, le secteur financier et celui des « transports, communication et fournisseurs d'énergie » obtiennent les coefficients normalisés les plus faibles pour le facteur FMP. Avec respectivement sur la base de données (II)  $\eta = -0,033$  pour le secteur financier et  $\eta = -0,046$  pour celui des « transports, communication et fournisseurs d'énergie ».

De ce fait, il est davantage coûteux pour les actionnaires des secteurs minier et de la construction de solliciter une démarche responsable. Nous suggérons que pour ces secteurs, la mise en place d'actions responsables limite l'activité des firmes. L'utilisation des ressources de la firme pour servir des objectifs responsables pourrait engendrer des coûts d'opportunité pour l'entreprise. En outre, l'amélioration du niveau de responsabilité en direction d'activités empreintes d'externalités négatives engendre des coûts supplémentaires que ne connaissent pas d'autres secteurs d'activité. Il serait préférable pour un investisseur responsable qui souhaiterait limiter le coût de l'éthique d'investir sur des valeurs centrées sur le secteur

financier. En effet, les coûts supportés sur ce secteur sont nettement moins importants. Nous supposons que la mise en place d'actions responsables n'engage pas de ressources aussi importantes que celles pouvant être affectées par des entreprises du secteur minier par exemple. Le secteur des « transports, communication et fournisseurs d'énergie » semble lui aussi supporter un coût plus faible de l'activité responsable. Cependant, le faible niveau du coefficient de détermination  $R^2$  suggère la prise en compte d'autres paramètres dans l'explication de sa performance.

Nous aurions pu penser que sur certains secteurs, les actions responsables seraient mieux perçues, à l'instar du secteur minier ou de la construction qui font face à des externalités négatives importantes. La mise en place de ces stratégies éthiques aurait dû permettre d'améliorer l'image de marque, afin de créer des effets d'halo. Or, les résultats concèdent la non-préférence des investisseurs pour des firmes au niveau d'actions responsables plus importantes, ce qui nous conforte à considérer les actions responsables comme coûteuses en ressources et en opportunités. Ainsi, les effets de réputation ne permettraient pas de combler les coûts de la responsabilité. En outre, les entreprises du S&P500 semblent supporter un coût supplémentaire des actions responsables. En effet, en comparaison avec la base de données globale (II), les coefficients normalisés des facteurs FMP sont davantage négatifs. Nous pouvons l'observer pour le secteur minier avec  $\eta = -0,111$  pour la base de données (II) contre  $\eta = -0,210$  sur la base de données (I). La même observation est visible pour le secteur des « transports, communication et fournisseurs d'énergie » et le secteur financier. Ces résultats contredisent l'intérêt de la réputation comme incubateur de performance financière grâce à la performance responsable. Au contraire, les valeurs médiatiques subissent « un coup de massue ». Ces observations peuvent être liées à l'existence de stratégies de *greenwashing*. Nous confirmons les résultats de notre analyse globale. Le gain lié à la réputation serait moins important pour les firmes faisant l'effort de mettre en place des actions responsables. Il serait en effet difficile de faire reconnaître de proposer une communication drastiquement distincte des concurrents. Nous nuancerons ces affirmations en rappelant que la base de données (I) dispose d'un nombre plus limité d'observations. Au-delà de cette explication théorique, il convient d'être prudents sur un potentiel effet de groupe de ces actions.

Enfin, nous supposons que le marché respecte la logique du couple rentabilité risque. Si la performance responsable limite le risque de l'entreprise, alors la performance financière

se verra mécaniquement diminuée. Cette allégation va dans le sens de la performance du marché. Nous recommandons l'utilisation de l'information liée au niveau d'actions responsables. Toutefois, il convient de ne pas l'implémenter dans la perspective d'amélioration de la performance financière, mais dans le but de déterminer le coût de l'éthique supporté par un investisseur. Il sera nécessaire de nuancer l'approche en fonction de la nature du secteur d'activité qui détermine le niveau d'intensité du facteur responsable.

Tableau 37 : Caractéristiques par secteur des modèles composés du facteur FMP

FMP								
	S&P500 (I)				Base de données globale (II)			
Secteurs	Facteurs	Coefficients	significa	R <sup>2</sup>	Facteurs	Coefficients	significati	R <sup>2</sup>
Exploitation minière	Mkt-rf	0,403	<0,0001	20,5 %	Mkt-rf	0,449	<0,0001	23,9 %
	SMB	0,024	0,214		SMB	0,042	<0,0001	
	HML	<b>0,184</b>	<0,0001		HML	<b>0,037</b>	<0,0001	
	FMP	<b>-0,210</b>	<0,0001		FMP	<b>-0,111</b>	<0,0001	
Construction	Mkt-rf	0,385	<0,0001	26,3 %	Mkt-rf	0,407	<0,0001	<b>29,7 %</b>
	SMB	0,186	<0,0001		SMB	0,151	<0,0001	
	HML	0,189	<0,0001		HML	<b>0,128</b>	<0,0001	
	FMP	-0,199	<0,0001		FMP	<b>-0,109</b>	<0,0001	
Production industrielle	Mkt-rf	0,417	<0,0001	19,3 %	Mkt-rf	0,380	<0,0001	20,5 %
	SMB	0,077	<0,0001		SMB	0,123	<0,0001	
	HML	0,053	<0,0001		HML	<b>0,031</b>	<0,0001	
	FMP	-0,011	0,052		FMP	<b>-0,059</b>	<0,0001	
Transport, communication et fournisseur d'énergie	Mkt-rf	0,325	<0,0001	12,1 %	Mkt-rf	0,287	<0,0001	11,4 %
	SMB	<b>0,015</b>	0,179		SMB	0,049	<0,0001	
	HML	<b>0,131</b>	<0,0001		HML	0,085	<0,0001	
	FMP	<b>-0,067</b>	<0,0001		FMP	-0,046	<0,0001	
Vente en gros	Mkt-rf	0,369	<0,0001	16,5 %	Mkt-rf	0,327	<0,0001	19,2 %
	SMB	<b>0,088</b>	0,003		SMB	0,158	<0,0001	
	HML	<b>0,120</b>	<0,0001		HML	<b>0,060</b>	<0,0001	
	FMP	<b>-0,095</b>	0,002		FMP	<b>-0,091</b>	<0,0001	

Vente au détail	Mkt-rf	0,362	<0,0001	18,8 %	Mkt-rf	0,343	<0,0001	21,6 %
	SMB	0,179	<0,0001		SMB	0,156	<0,0001	
	HML	-0,032	0,024		HML	<b>0,098</b>	<0,0001	
	FMP	0,009	0,540		FMP	<b>-0,099</b>	<0,0001	
Finance, assurance, immobilier	Mkt-rf	0,447	<0,0001	22,7 %	Mkt-rf	0,351	<0,0001	23,5 %
	SMB	0,063	<0,0001		SMB	0,113	<0,0001	
	HML	0,140	<0,0001		HML	<b>0,167</b>	<0,0001	
	FMP	-0,093	<0,0001		FMP	<b>-0,033</b>	<0,0001	
Services	Mkt-rf	0,432	<0,0001	21 %	Mkt-rf	0,386	<0,0001	21,3 %
	SMB	0,093	<0,0001		SMB	0,139	<0,0001	
	HML	<b>-0,010</b>	0,507		HML	<b>-0,025</b>	<0,0001	
	FMP	<b>0,003</b>	0,833		FMP	<b>-0,069</b>	<0,0001	

*\*Les facteurs ne sont pas significatifs pour une p-value à 95 %*

## 2. Les effets de l'irresponsabilité conditionnés au secteur

Nos analyses précédentes quant au facteur CMT nous avaient laissés dans l'expectative. En effet, la relation qu'entretenait ce facteur avec la performance financière ne se révélait pas aussi franche que pour le facteur FMP. L'approche globale laissait apparaître des résultats contradictoires. La séparation en deux périodes ne nous avait pas permis de conclure sur le sens à donner à la relation. Néanmoins, la distinction en secteurs va nous permettre de clarifier l'impact du niveau de faiblesse sur la performance financière.

Il s'avère que le facteur relatant du niveau de faiblesse soit moins performant que le facteur force. En effet, un nombre plus important de facteurs CMT se révèlent non significatifs. Sur l'ensemble de nos modèles, six facteurs CMT n'apportent pas d'informations supplémentaires. Nous pouvons l'observer pour le secteur de la construction, des « transports, de la vente en gros et des services », sur la base de données (I). Il existe également deux facteurs CMT non significatifs sur la base de données (II), pour le secteur de la production industrielle et « transports, communication et fournisseurs d'énergie ». En comparaison, seulement trois facteurs FMP étaient non significatifs. En outre, mis à part le

secteur minier et financier, sur la base de données globale (II), les facteurs CMT sont moins performants que ne pouvaient l'être les facteurs du niveau d'actions responsables. Nous avons remarqué, lors de l'élaboration des notes responsables, que la moyenne des notes responsables globales était négative. Cela relatait une importance plus grande des actions irresponsables. Or, nos modèles ne renvoient pas à cette considération. Nos résultats suggèrent qu'une partie de l'information sur l'irresponsabilité est déjà prise en compte par le marché. En effet, l'information supplémentaire apportée par notre facteur CMT a pu être déjà partiellement captée par les investisseurs. En outre, nous constatons que les coefficients de déterminations  $R^2$  sont légèrement moins importants que ceux observés pour les modèles composés du facteur FMP.

Néanmoins, le facteur relatif au niveau de faiblesse a tout de même une importance forte dans l'explication de la performance financière. Nous constatons qu'à plusieurs reprises, le facteur CMT est très influent. En effet, pour la base de données globale (II), sur le secteur minier, le coefficient normalisé du facteur CMT atteint  $\theta = 0,160$  contre seulement  $\delta = 0,053$  pour le facteur HML. C'est également le cas pour le secteur financier avec un coefficient de  $\theta = -0,143$  contre  $\gamma = 0,099$  pour le facteur SMB et  $\delta = 0,169$  pour le facteur HML. Nous noterons également que sur le secteur de la vente globale, le coefficient normalisé du facteur CMT est de  $\theta = 0,031$  contre  $\delta = 0,055$  pour le facteur HML, ce qui constitue un peu plus de la moitié. Sur la base de données (I), nous constatons également des coefficients normalisés  $\theta$  relativement influents dans les modèles.

Le facteur CMT est suffisamment significatif et important pour constituer une variable intéressante dans l'élaboration d'une stratégie d'investissement. Il convient maintenant d'interpréter l'influence de ce facteur sur la performance financière.

À la différence de l'analyse du facteur FMP, qui donnait sensiblement une relation similaire entre secteurs d'une même base de données, le facteur CMT est très hétérogène entre les secteurs. La relation avec la performance financière peut être aussi bien négative que positive. Ces fortes disparités expliquent l'inefficacité d'une analyse globale de ce facteur, aucune tendance générale ne pouvant s'en dégager. Nous remarquons que le secteur semble déterminer l'effet des actions irresponsables sur la performance financière. En effet, les conclusions sont opposées entre les secteurs minier et financier par exemple.

Les effets de l'irresponsabilité sont déterminés par l'activité économique de l'entreprise. La nature de la firme influence les effets d'une démarche responsable. Une approche irresponsable sera, pour certains secteurs, génératrice de performance financière. Cependant, une approche similaire pourra être destructrice de valeur sur d'autres secteurs. Ne pas être responsable peut à la fois être bénéfique ou néfaste pour la performance financière

Nous constatons dans un premier temps que pour le secteur minier, plus l'entreprise est irresponsable et plus sa performance financière est bonne. Ce lien est observable indépendamment de la base de données observée. Le coefficient normalisé du facteur CMT est en effet positif dans les deux cas, avec  $\theta = 0,075$  pour la base de données (I) et  $\theta = 0,160$  pour la deuxième base de données globale (II). Nous pouvons envisager sur ce secteur que des actions irresponsables permettent d'obtenir de nouveaux marchés. L'entreprise moins responsable pourra plus facilement diminuer ses coûts par le biais de pratique non éthique. En outre, la diminution du risque n'apporte pas d'effet d'halo et de préférence des investisseurs. Sur le long terme, nous aurions dans ce cas dû constater une performance financière supplémentaire pour les entreprises les plus responsables. Ce secteur est également générateur de fortes externalités négatives pour les parties prenantes. Une approche cherchant à limiter les effets négatifs de l'activité de la firme se révèle plus coûteuse que les profits de long terme générés par une approche éthique.

Sur la base de données du S&P 500 (I), la performance financière du secteur de la production industrielle est positivement liée au niveau d'irresponsabilité des firmes. Le coefficient normalisé est effectivement positif  $\theta = 0,046$ . Le facteur CMT est cependant non significatif sur la base de données (II). Dans une moindre mesure, sur la base de données globale (II), les secteurs de la vente en gros et des services relatent également une meilleure performance financière pour les firmes les plus irresponsables. Les coefficients normalisés sont ici moins influents que les précédents, avec respectivement  $\theta = 0,031$  pour la vente globale et  $\theta = 0,019$  pour le secteur des services.

Néanmoins, la limitation du niveau de faiblesse peut également être synonyme d'améliorations de la performance financière. En effet, sur trois secteurs, le facteur CMT est significativement et négativement corrélé à la performance financière. Nous observons ainsi qu'il est nécessaire de limiter les actions irresponsables sur les secteurs de la construction, de la vente au détail et financier. Les coefficients de déterminations  $R^2$  se révèlent également assez importants sur ces secteurs. Nous obtenons sur la base de données (II) un coefficient

normalisé du facteur CMT de  $\theta = -0,041$  pour le secteur de la construction,  $\theta = -0,022$  pour la vente au détail et  $\theta = -0,143$  pour le secteur financier. Sur la base de données du S&P500 (I) les coefficients atteignent  $\theta = -0,067$  pour la vente au détail et  $\theta = -0,042$  pour le secteur financier.

Sur ces secteurs, il apparaît primordial de limiter les faiblesses de l'entreprise, afin d'améliorer sa performance boursière. Vraisemblablement, le secteur financier et le secteur de la vente au détail sont fortement dépendants de leurs images vis-à-vis des parties prenantes. Les actions irresponsables des firmes non éthiques seraient sévèrement jugées. Pour le secteur de la vente au détail, nous pouvons imaginer que l'importance « du bouche à oreille » puisse être à l'origine de ces observations. Le résultat le plus surprenant provient du secteur financier qui obtient un coefficient normalisé du facteur d'irresponsabilité très élevé. Ce secteur regroupant les entreprises financières, d'assurance et immobilières est le plus affecté par la question de l'irresponsabilité. Nous supposons que ces résultats sont le fruit d'un lien fort avec les parties prenantes existantes. La crise des « *Subprimes* » était essentiellement le résultat de stratégies malhonnêtes et d'erreurs humaines. Ces dernières sont centrales dans l'amélioration de la rentabilité de la firme.

Ainsi, l'approche par secteur est indispensable dans la compréhension du lien entre performance financière sur les marchés et le niveau d'actions irresponsables. La limitation du niveau de faiblesse d'une firme peut à la fois générer des profits, mais également des pertes. Nous pouvons partiellement accepter l'hypothèse H3b relative à la corrélation négative entre le niveau d'irresponsabilité et la performance responsable.

Tableau 38 : Caractéristiques par secteur des modèles composés du facteur CMT

CMT								
	S&P500 de 1991 à 2012 (I)				Base de données globale de 1991 à 2012 (III)			
Secteurs	Facteu	Coefficie	significati	R <sup>2</sup>	Facteur	Coefficient	significativ	R <sup>2</sup>
Exploitation minière	Mkt-rf	0,356	<0,0001	17,4 %	Mkt-rf	0,377	<0,0001	22,9 %
	SMB	<b>0,037</b>	0,084		SMB	<b>-0,014*</b>	0,153	
	HML	<b>0,135</b>	<0,0001		HML	<b>0,053</b>	<0,0001	
	CMT	<b>0,075</b>	0,000		CMT	<b>0,160</b>	<0,0001	
Construction	Mkt-rf	0,334	<0,0001	24,8 %	Mkt-rf	0,406	<0,0001	27,2 %
	SMB	0,250	<0,0001		SMB	0,121	<0,0001	
	HML	0,138	0,002		HML	0,132	<0,0001	
	CMT	-0,023	0,640		CMT	-0,041	0,016	
Production industrielle	Mkt-rf	0,404	<0,0001	19,9 %	Mkt-rf	0,377	<0,0001	20,3 %
	SMB	0,086	<0,0001		SMB	0,110	<0,0001	
	HML	0,034	<0,0001		HML	0,028	<0,0001	
	CMT	0,046	<0,0001		CMT	0,004*	0,162	
Transport, communication et fournisseur d'énergie	Mkt-rf	0,308	<0,0001	11,7 %	Mkt-rf	0,290	<0,0001	11,3 %
	SMB	0,026	0,040		SMB	0,036	<0,0001	
	HML	0,114	<0,0001		HML	0,087	<0,0001	
	CMT	0,013	0,293		CMT	-0,011*	0,097	
Vente globale	Mkt-rf	0,346	<0,0001	16,3 %	Mkt-rf	0,313	<0,0001	18,8 %
	SMB	0,132	<0,0001		SMB	0,139	<0,0001	
	HML	0,102	0,001		HML	0,055	<0,0001	
	CMT	-0,041	0,210		CMT	0,031	0,010	
Vente en gros	Mkt-rf	0,363	<0,0001	18,7 %	Mkt-rf	0,350	<0,0001	20,8 %
	SMB	0,196	<0,0001		SMB	0,133	<0,0001	
	HML	<b>-0,008</b>	0,545		HML	0,092	<0,0001	
	CMT	<b>-0,067</b>	<0,0001		CMT	-0,022	0,003	
Finance, assurance,	Mkt-rf	0,429	<0,0001	22,5 %	Mkt-rf	0,405	<0,0001	24,9 %
	SMB	<b>0,085</b>	<0,0001		SMB	0,099	<0,0001	

immobilier	HML	<b>0,141</b>	<0,0001		HML	<b>0,169</b>	<0,0001	
	CMT	<b>-0,042</b>	0,002		CMT	<b>-0,143</b>	<0,0001	
Services	Mkt-rf	0,425	<0,0001	21,4 %	Mkt-rf	0,375	<0,0001	21,2 %
	SMB	0,096	<0,0001		SMB	0,139	<0,0001	
	HML	-0,019	0,211		HML	-0,038	<0,0001	
	CMT	0,028	0,091		CMT	0,019	<0,0001	

*\*Les facteurs ne sont pas significatifs pour une p-value à 95 %*

### 3. La synthèse de la responsabilité globale

Il convient dorénavant d'analyser le comportement du facteur RSE relatif au niveau de responsabilité globale de l'entreprise. Ce facteur est souvent le seul utilisé dans les recherches sur la responsabilité. Ce facteur, construit par la soustraction des forces et faiblesses, devrait naturellement rendre compte des résultats issus des deux autres facteurs FMP et CMP. Cependant, il est nécessaire d'observer si celui-ci ne délivre pas d'informations supplémentaires quant à la prise en compte par les investisseurs d'une compensation entre les forces et les faiblesses.

Tout d'abord, les modèles comportant un facteur RSE semblent aussi performants que ceux développés avec le facteur force ou faiblesse. Les coefficients de détermination  $R^2$  sont légèrement supérieurs à ceux observés sur les autres modèles. Globalement, la puissance des modèles est identique. Nous rejoignons les observations précédentes concernant les secteurs minier, de la construction et financier. Les modèles sur ces secteurs restent les plus performants, avec respectivement des coefficients de détermination  $R^2$  de 27,1 %, 29,1 % et 24,6 % sur la base de données (II). Cependant, l'agrégation des forces aux faiblesses ne permet pas nécessairement une amélioration de la significativité du facteur responsable. En effet, sur l'ensemble des modèles, quatre facteurs RSE se révèlent non significatifs. C'est le cas pour le secteur de la vente en gros, financier et des services sur la base de données (I). De même, le facteur RSE est non significatif pour le secteur de la construction sur la base de données (II). Nous observons que la non significativité des facteurs est souvent préalablement liée à l'annulation des facteurs forces et faiblesses, du fait d'une importance équivalente.

Le facteur RSE semble intéressant à analyser à condition d'être mis en relation avec les facteurs forces et faiblesses. En effet, un niveau similaire du facteur RSE entre deux entreprises ne sous-tend pas des stratégies identiques à l'encontre des actions responsables et des actions irresponsables. Sur la base de nos résultats, nous avons constaté trois situations possibles. Pour chacune nous proposons une stratégie à adopter sur les secteurs concernés. Ces stratégies font sens avec les différentes caractéristiques de la responsabilité et de la performance financière.

Tout d'abord, pour les secteurs miniers, de la vente en gros et des services, toute considération envers les parties prenantes se traduit par une perte de valeur. Les actionnaires ne pourront pas créer de surplus de rentabilité par l'instauration d'une stratégie responsable. Une politique responsable proactive ou limitée à la circonscription des actions irresponsables seront vouées à se transformer en coût pour les investisseurs. En effet, pour le secteur minier, le coefficient normalisé du facteur RSE est encore plus influent que ne l'étaient ceux des facteurs FMP et CMT. Le coefficient atteint  $\mu = -0,297$  pour la base de données (I) et  $\mu = -0,221$ . Dans une moindre mesure, les secteurs de la vente en gros et des services rendent compte des mêmes réalités. Sur la base de données globale (II), le coefficient normalisé du facteur RSE pour le secteur de la vente en gros est de  $\mu = -0,032$  et de  $\mu = -0,035$  pour le secteur des services. Il semble que le facteur RSE constitue une synthèse des précédents effets. Il confirme la corrélation négative entre performance responsable et performance financière.

Dans un deuxième temps, le facteur RSE relate également la nécessité d'une stratégie responsable pouvant améliorer la performance financière boursière. Nous pouvons le constater sur le secteur de la vente au détail avec un coefficient normalisé du facteur RSE de  $\mu = 0,051$  sur la base de données (I) et de  $\mu = 0,014$  sur la base de données (II). Le même constat est visible pour le secteur financier sur la base de données (II) avec un coefficient de  $\mu = 0,112$ . Ainsi, il est ici très intéressant d'utiliser le facteur global. En effet, les hauts niveaux des facteurs FMP constatés précédemment,  $\eta = -0,099$  pour le secteur de la vente au détail sur la base de données (II) et  $\eta = -0,093$  pour le secteur financier base (I) ont été largement compensés par des facteurs CMT plus faibles, respectivement de  $\theta = -0,022$  et  $\theta = -0,042$ . Sur ces secteurs, le poids des actions irresponsables semblerait plus important que celui des actions responsables. Nous avons également remarqué que l'influence du facteur FMP sur le secteur financier pour la base de données (II) était le plus faible. L'instauration d'actions

responsables avait par conséquent un coût relativement moindre. Ce résultat est confirmé par le facteur RSE et la nécessité de limiter les actions irresponsables. Les résultats obtenus sur le secteur financier corroborent les conclusions obtenues par Wu and Shen (2013) et Soana (2011). En effet, sur le secteur bancaire, les politiques responsables permettraient une différenciation vis-à-vis des concurrents, ce qui améliorerait leur rentabilité. Les conclusions de Callado-Munoz and Utrero-Gonzalez (2011)<sup>219</sup> suggèrent que les clients des banques prennent en considération d'autres facteurs que le prix lorsqu'ils décident de placer leur argent, ce qui expliquerait une amélioration de la valeur.

Enfin, certains secteurs montrent des résultats plus mitigés. Tout d'abord, sur la base de données globale (II), le secteur de la construction obtient un facteur RSE non significatif. Cette non significativité s'explique par des facteurs forces et faiblesses qui s'annulent,  $\eta = -0,109$  et  $\theta = -0,041$ . Il sera nécessaire pour ces entreprises de circonscrire leurs actions irresponsables sans pour autant être pro actives en matière de responsabilité. D'autre part, le secteur de la production industrielle rend compte d'une corrélation négative entre performance responsable et performance financière. Cependant, cette relation reste assez faible  $\mu = -0,015$  pour la base de données (I) et  $\mu = -0,026$  pour la deuxième base de données. Cette faible influence est le résultat de facteurs FMP et CMT peu significatifs. La mise en place d'actions responsables n'est pas génératrice de valeur. Néanmoins, la faiblesse des facteurs peut suggérer des renversements sur certaines périodes. Ce fait est également relaté pour d'autres facteurs par Dimson, Marsh, et Staunton (2017). Les auteurs constatent de forte disparité de rentabilité des facteurs (*Low vol ; Income ; Momentum ; Size ; Value*) selon les périodes. Sur le secteur des « transports, communication et fournisseurs d'énergie » les coefficients normalisés de la note globale sont assez fort avec  $\mu = -0,052$  sur la base de donnée du S&P 500 et  $\mu = -0,034$  pour la base de données (II). Il conviendrait d'être également prudent sur ce secteur du fait de la faiblesse du coefficient de détermination  $R^2$  du modèle et de la non significativité des facteurs CMT. Ainsi, ce dernier groupe retranscrit la nécessité d'une démarche attentiste envers les stratégies responsables. Il serait souhaitable sur ces secteurs de chercher un entre-deux sur la question éthique.

Ainsi, le facteur RSE peut être intéressant car il simplifie l'approche de la responsabilité. Cependant, il n'indique pas dans quelles stratégies d'investissement s'insère la politique responsable, celle-ci pouvant être proactive, par l'amélioration des forces de

---

<sup>219</sup> Callado-Munoz, F. J., & Utrero-Gonzalez, N. (2011). *op. cit.* p.783.

l'entreprise. Elle peut également consister à limiter les irresponsabilités de l'entreprise. Il conviendra de prendre en compte la répartition sectorielle du portefeuille d'actions créé, afin d'appréhender le niveau général de responsabilité de celui-ci. Il apparaît comme nécessaire de définir le juste niveau de responsabilité à adopter, afin de maximiser la rentabilité du portefeuille. Cette idée rejoint les conclusions de McWilliams et Siegel (2001).

Tableau 39 : Caractéristiques par secteur des modèles composés du facteur RSE

RSE								
	S&P500 de 1991 à 2012 (I)				Base de données globale de 1991 à 2012 (III)			
Secteurs	Facteurs	Coefficients	significativ	R <sup>2</sup>	Facteurs	Coefficients	significativit	R <sup>2</sup>
Exploitation minière	Mkt-rf	0,344	<0,0001	25,2 %	Mkt-rf	0,377	<0,0001	27,1 %
	SMB	-0,027	0,151		SMB	-0,001	0,928	
	HML	<b>0,151</b>	<0,0001		HML	<b>0,063</b>	<0,0001	
	RSE	<b>-0,297</b>	<0,0001		RSE	<b>-0,221</b>	<0,0001	
Construction	Mkt-rf	0,320	<0,0001	23,5 %	Mkt-rf	0,403	<0,0001	29,1 %
	SMB	0,156	0,001		SMB	0,116	<0,0001	
	HML	0,141	0,004		HML	0,131	<0,0001	
	RSE	-0,108	0,018		RSE	-0,029	0,063	
Production industrielle	Mkt-rf	0,392	<0,0001	20,1 %	Mkt-rf	0,380	<0,0001	20,7 %
	SMB	0,082	<0,0001		SMB	0,103	<0,0001	
	HML	0,089	<0,0001		HML	0,031	<0,0001	
	RSE	-0,015	0,006		RSE	-0,26	<0,0001	
Transport, communication et fournisseur d'énergie	Mkt-rf	0,271	<0,0001	13,2 %	Mkt-rf	0,279	<0,0001	11,7 %
	SMB	0,039	0,001		SMB	0,033	<0,0001	
	HML	0,155	<0,0001		HML	0,085	<0,0001	
	RSE	-0,052	<0,0001		RSE	-0,034	<0,0001	
Vente en gros	Mkt-rf	0,324	<0,0001	16,4 %	Mkt-rf	0,330	<0,0001	19,5 %
	SMB	0,108	<0,0001		SMB	0,127	<0,0001	
	HML	0,112	<0,0001		HML	0,066	<0,0001	
	RSE	0,027	0,351		RSE	-0,035	0,001	

Vente au détail	Mkt-rf	0,361	<0,0001	19 %	Mkt-rf	0,352	<0,0001	20,9 %
	SMB	0,186	<0,0001		SMB	0,129	<0,0001	
	HML	0,012	0,411		HML	0,092	<0,0001	
	RSE	0,051	0,000		RSE	0,014	0,029	
Finance, assurance, immobilier	Mkt-rf	0,377	<0,0001	25,1 %	Mkt-rf	0,388	<0,0001	24,6 %
	SMB	0,073	<0,0001		SMB	0,102	<0,0001	
	HML	0,213	<0,0001		HML	<b>0,158</b>	<0,0001	
	RSE	-0,008	0,495		RSE	<b>0,112</b>	<0,0001	
Services	Mkt-rf	0,428	<0,0001	21,4 %	Mkt-rf	0,375	<0,0001	21,1 %
	SMB	0,104	<0,0001		SMB	0,133	<0,0001	
	HML	0,014	0,359		HML	<b>-0,027</b>	<0,0001	
	RSE	-0,017	0,259		RSE	<b>-0,032</b>	<0,0001	

*\*Les facteurs ne sont pas significatifs pour une p-value à 95 %*

## V. Conclusion

Ainsi, l'apport d'un facteur responsable au sein d'un modèle APT apporte un surplus d'information utile pour un investisseur. Il semble que la responsabilité soit déterminante dans la constitution de la prime de risque du portefeuille. Néanmoins, nos résultats nous incitent à réfuter l'impact positif de la responsabilité sur la performance financière d'un portefeuille et supposent des motivations autres que financières dans l'instauration de stratégies responsables. De plus, les facteurs responsables ne semblent pas permettre l'intégration d'une approche économique dans nos modèles, comme le préconise Ross (2017). Néanmoins, l'investisseur pourra percevoir le coût de l'éthique pour lequel il est prêt à consentir.

La conclusion majeure de notre étude fait écho à la prise en compte indispensable du secteur d'activité de l'entreprise. Celui-ci nous permet de caractériser l'impact du niveau d'irresponsabilité sur la performance financière. Nos résultats suggèrent que selon le secteur d'activité, les actions irresponsables seront positivement ou négativement corrélées à la rentabilité des actions. De ce fait, nous ne pouvons totalement accepter l'hypothèse considérant qu'une diminution des actes irresponsables améliore la performance financière. Il apparaît que dans certains secteurs, la diminution du risque, du fait d'un niveau inférieur d'actions irresponsables, ne saurait compenser les coûts d'opportunités et les coûts de mise en place de nouveaux procédés. Sur notre analyse globale entre 1992 à 2012, les secteurs de l'exploitation minière, de la production industrielle, de la vente en gros et des services montrent des rentabilités inférieures pour toutes les firmes les moins irresponsables. La possibilité d'effets médiatiques améliorant la perception des investisseurs ne permettrait pas de capitaliser sur ces actions, les stratégies de *greenwashing* pouvant empêcher la différenciation par les investisseurs des firmes les plus irresponsables et les moins irresponsables. Néanmoins, pour les secteurs de la construction, de la vente au détail et du secteur financier, la diminution des actes irresponsables améliorerait la performance financière.

Notre deuxième apport majeur provient du constat qu'indépendamment de la période, du secteur d'activité et de la base de données utilisée, les actions responsables proactives (forces) sont négativement corrélées à la performance financière. Nos résultats ont montré des évidences manifestes d'un lien négatif, significatif et relativement important. En effet, il

semblerait qu'une approche proactive vis-à-vis des parties prenantes se ferait au détriment des actionnaires. Ces derniers endurent une rentabilité boursière plus faible. La distinction en deux périodes a également révélé la possibilité d'un « effet massue » sur la performance financière des firmes responsables en deuxième période. L'investissement dans des activités responsables ne permettant pas de mobiliser les ressources en direction de placements plus rentables, il existerait des coûts d'opportunités non compensés par l'amélioration du bien-être des parties prenantes et de l'image de marque. Dans le cas contraire, notre analyse longitudinale aurait fait apparaître des coefficients normalisés positifs. Concernant les actions proactives, la diminution du risque induite diminuerait la rentabilité des actions. Ces résultats sont en accord avec la théorie financière traditionnelle. Le couple rentabilité-risque serait alors respecté.

Nous confirmons également l'importance de distinguer entre les actes responsables et les actes irresponsables. Nous rejoignons les préconisations faites par Oikonomou, Brooks, et Pavelin (2014) sur cette question. La prise en compte d'une note de responsabilité globale permet de synthétiser l'approche de la responsabilité, mais ne relate pas des mécanismes et des stratégies à adopter en fonction des secteurs. Nous avons ainsi discerné trois types d'entreprises qui se doivent d'adopter des comportements spécifiques à leurs secteurs. Les entreprises du secteur minier, de la vente en gros et des services ne doivent pas adopter de stratégies responsables sous peine de diminuer la rentabilité de leurs actionnaires. Les entreprises du secteur financier et de la vente au détail doivent minimiser leurs niveaux d'irresponsabilité. Leurs activités responsables engendrent un coût moins important pour l'investisseur. Enfin, les entreprises du secteur de la construction, de la production industrielle et des « transports, communication et fournisseurs d'énergie » ne doivent pas adopter de comportements extrêmes et chercher à ne pas être proactives, ni totalement irresponsables.

D'autre part, nos recherches induisent plusieurs considérations vis-à-vis des stratégies d'investissement. Nous rejetons l'idée que des stratégies responsables soient indifféremment créatrices de performance boursière, idée défendue au travers de *l'instrumental theory*. La responsabilité n'est pas constitutive de valeur pour les actionnaires, du moins dans sa version proactive. L'approche par les parties prenantes défendue par Freeman ne serait pas rémunérée sur le marché, et ce, même sur le long terme. L'utilisation d'un *screening* responsable lors de l'élaboration d'un portefeuille d'actions ne serait pas une approche financière rentable, ce qui rejoint les théories classiques de l'investissement. Nous pensons que la mise en place de politiques responsables pourrait être interprétée au travers de la

théorie d'agence de Jensen et Meckling (1976). Ces stratégies permettraient principalement d'asseoir le pouvoir et la popularité des managers. Elles relateraient la volonté d'enracinement de ces derniers. Néanmoins, nous rejoignons l'idée que sur certains secteurs tels que le secteur financier, le secteur de la vente au détail et celui de la construction, la diminution des irresponsabilités est positive pour les actionnaires. La réduction du risque peut expliquer cette relation et ainsi limiter les chocs inattendus sur le long terme. Il convient alors pour un investisseur de discerner le coût qu'il sera prêt à consentir afin d'apporter un certain niveau de responsabilité dans son portefeuille. Nous supposons que sur ces secteurs, les parties prenantes prennent particulièrement en compte les activités irresponsables des firmes. Nous rejoignons les considérations identiques faites pour le secteur bancaire de Callado-Munoz et Utrero-Gonzalez (2011), Simpson et Kohers (2002) et Soana (2011).

Ainsi, il est nécessaire de ne plus considérer la responsabilité au travers de la théorie instrumentale. La mise en place de stratégie responsable n'est pas assurément pourvoyeuse de rentabilité financière, du moins sur le marché. Il serait nécessaire d'approfondir les objectifs à l'origine de la responsabilité. Il se peut que les firmes les plus responsables doivent répondre à des attentes inévitables vis-à-vis de leurs parties prenantes. Il s'agirait alors de caractériser les entreprises les plus responsables. Il serait alors possible de définir un type d'entreprises pour lequel les actions responsables seraient génératrices de valeur. Ces suppositions rejoignent les considérations de Harjoto et Jo (2011) selon lesquelles l'apport de rentabilité serait principalement lié à la question de l'engagement de la firme dans sa responsabilité. Cet engagement serait le point central de la création de valeur.

# Chapitre 3 : Les caractéristiques des firmes responsables et performantes

La mise en place d'une démarche responsable ne se limite pas au seul objectif d'amélioration de la valeur actionnariale. Nous avons vu précédemment que les considérations boursières à l'encontre des démarches responsables renvoyaient à une baisse de la rentabilité des actions. Cependant, le développement des sources d'information responsable au sein de la sphère financière laisse entrevoir la nécessité d'appréhender le niveau de responsabilité des firmes. Il convient alors d'interroger d'autres variables que la seule performance boursière.

La performance sociale des entreprises est définie comme multidimensionnelle selon Carroll (1979)<sup>220</sup>. Idowu et Papasolomou (2007)<sup>221</sup> précisent cinq motifs à l'essor de l'information responsable. Ils sont liés à la réputation de l'entreprise, aux pressions des parties prenantes, à la performance économique, au niveau de sincérité et à la culture sociale de l'entreprise. Ces différentes dimensions engagent l'entreprise dans une démarche responsable. Néanmoins, à responsabilité égale les motivations peuvent diverger. Kim, Park, et Wier (2012) relatent quatre théories de la responsabilité consécutives aux réalités sociales. Une théorie éthique, relative à la perception de la responsabilité sociale comme une obligation éthique. Une théorie politique, par l'amélioration volontaire des conditions de vie des communautés environnantes. Une théorie intégrative, liant la réussite de l'entreprise à son intégration dans la société. Enfin, la théorie instrumentale de la responsabilité, dont l'objectif est la création de valeur pour les actionnaires. Ces considérations aboutissent à des choix stratégiques spécifiques pour les investisseurs et les managers.

---

<sup>220</sup> Carroll, A. B. (1979). *op. cit.*, p.503.

<sup>221</sup> Idowu, S. O., & Papasolomou, I. (2007). « Are the Corporate Social Responsibility Matters Based on Good Intentions or False Pretences? An Empirical Study of the Motivations Behind the Issuing of CSR Reports by UK Companies ». *Corporate Governance*, 7(2), pp.136-147.

Au-delà de la prise en compte de la responsabilité comme un opportunisme des managers, il convient d'approfondir les raisons pour lesquelles une firme met en place une stratégie responsable. Pour cela il nous est nécessaire de compléter et d'ouvrir les conceptions de l'organisation au-delà de la théorie des nœuds de contrats. Cette théorie prédominante en science financière n'accepte l'existence que d'une multitude de relations bilatérales. Or, il est indispensable d'apprécier l'entreprise comme un ensemble plus complexe. Chaque entreprise est singulière et fait face à des contraintes propres. Celles-ci sont liées à des considérations géographiques, aux pressions des parties prenantes et à la nécessité de s'intégrer dans la société. Ces distinctions sont indispensables pour justifier du bien commun des activités d'une firme. Les dépenses responsables s'apparenteraient à un coût essentiel au maintien de l'activité. Une culture d'entreprise peut également émerger au fil de son histoire. La mise en place d'actions responsables s'apparente alors à une volonté propre à l'entreprise.

Dans cette configuration, peut-on encore considérer la responsabilité comme pourvoyeuse de performance financière ? Doit-on la juger comme un coût à consentir lorsque l'investisseur souhaite être responsable ? Peut-elle au contraire être stimulante pour la performance de l'entreprise ? Notre deuxième chapitre mettait en avant une approche relativement globale, du fait de l'utilisation d'un facteur responsable. Le choix des actifs dans le portefeuille étant alors déterminé par ce facteur, une part importante des gestionnaires construisent aujourd'hui leurs portefeuilles d'actifs sur la base de facteurs plutôt que par la différenciation de leurs actifs (Cocoma et al., 2017)<sup>222</sup>. L'utilisation de facteurs étant bénéfique lors de la sélection des actifs, relativement à la diversification et à la qualité d'estimation. Cependant, ces attributs sont à relativiser selon Cocoma et al. (2017)<sup>223</sup>. Ces considérations sont également valables pour la responsabilité sociale. Il peut être nécessaire de présélectionner les actifs susceptibles de générer une meilleure performance financière par l'application de règles éthiques.

Afin de répondre à la possible présence de conditions susceptibles de générer une meilleure performance de l'entreprise par l'amélioration de la responsabilité, nous aborderons dans un premier temps une approche par les théories des organisations. Ces théories nous permettent d'éclairer les multiples objectifs de la mise en place d'une démarche responsable. Nous évoquerons ensuite les travaux de recherche déjà réalisés sur le sujet. Nous pourrons

---

<sup>222</sup> Cocoma, P., Czaronis, M., Kritzman, M., & Turkington, D. (2017). « Facts About Factors ». *The Journal of Portfolio Management*, 43(5), p.55.

<sup>223</sup> Cocoma, P., Czaronis, M., Kritzman, M., & Turkington, D. (2017). *ibid.* p.63.

alors définir les hypothèses et la méthodologie adéquates. Enfin, l'analyse des résultats nous apportera les clefs nécessaires à la compréhension du lien entre performance responsable et performance financière. Nous exposerons également les caractéristiques susceptibles d'améliorer la performance financière par la responsabilité.

# I. État de l'art

## A. Les théories des organisations

Les mécanismes liant la responsabilité et la performance financière peuvent être appréhendés sous l'angle des théories des organisations. Il est en effet nécessaire de rendre compte de la réalité complexe de l'entreprise. L'approche classique des organisations ne suffit pas à justifier l'essor de la responsabilité en science financière. Une prise en compte globale des théories des organisations nous permettra d'appréhender la création de valeur par la RSE. Ainsi, nous aborderons la vision classique de la firme et ses extensions, avant de rendre compte des nouvelles théories des organisations.

### 1. La firme néoclassique

#### a) *La firme point*

Les premières théories classiques ont considéré l'entreprise comme un unique lieu de création de richesse. L'entreprise est un « point » sur l'échiquier économique. Les économistes classiques n'adressent alors aucune considération extra-financière aux activités des entreprises dans l'économie. La firme se caractérise comme une simple variable macroéconomique. Elle est un agent individuel pourvu d'une unique dimension productive. Il ne peut donc y subsister de considération sociale. Ainsi, leur gestion peut être traitée de manière rationnelle, assimilable à une approche scientifique. Néanmoins, Taylor (1911)<sup>224</sup> conçoit l'idée d'une conscience mutuelle au sein de l'entreprise. Cette conscience d'ensemble a pour but de relier les intérêts des dirigeants et des exécutants. Cependant, cette conscience n'est pas libre mais dictée par les dirigeants, eux-mêmes définis comme rationnels. La firme est un automate qui se conforme à la rationalité de l'entrepreneur. La conscience propre aux firmes est très relative dans la vision taylorienne de l'entreprise.

Taylor propose la mise en place d'une Organisation Scientifique du Travail (OST). Elle consiste en une division horizontale et verticale de l'entreprise. Le salaire est établi au

---

<sup>224</sup> Taylor, F. W. (1911). « *The Principles of Scientific Management* ». McMaster University : The History of Economic Thought.

rendement. Par la suite, Henri Ford approfondit les préceptes tayloriens, au travers du travail à la chaîne et d'une plus forte standardisation de la production. L'élaboration de la Ford T et la mise en place du « *five dollars day* », développe la standardisation et le salaire au rendement. La rétribution des salariés se fait au-delà du salaire de subsistance. Cette mesure pourrait s'assimiler à une première considération en direction des salariés. Cependant, ces transformations sont essentiellement le moyen d'augmenter les ventes de l'entreprise par l'accès des employés aux produits de la firme. La dimension responsable reste de ce fait toute relative.

Le modèle de Harvard propose une vision également classique de l'entreprise. La rationalité et la conscience de la firme sont les reflets de celles de l'entrepreneur qui la dirige. L'entreprise est un point matérialisé par l'entrepreneur. Les processus de décision des firmes peuvent s'assimiler à ceux l'Homo œconomicus. L'entrepreneur a des préférences claires, il est le seul à décider. Il dispose d'une information parfaite qui lui permet de prendre des décisions lucides avant toute action. De cette manière, la métamorphose d'une organisation est définie comme exclusivement dépendante de la volonté du décideur. Selon Helfer et *al.* (2010)<sup>225</sup>, les opportunités de la firme vis-à-vis de ses forces et faiblesses sont confrontées aux valeurs personnelles des dirigeants qui en établissent les programmes d'actions. Dans ces conditions, la mise en place de pratiques responsables dans la stratégie de l'entreprise sera le fruit de la seule volonté de l'entrepreneur. Il est alors difficile d'envisager la RSE comme créatrice de performance financière. Ainsi, une démarche responsable n'a pas pour but d'améliorer la performance. Elle s'assimile à la sensibilité particulière du dirigeant. Il est alors impossible de définir une stratégie responsable objective et capable d'améliorer la performance financière de l'entreprise. La mise en place de pratiques responsables serait le résultat de ressources disponibles et mobilisables, telles qu'un résultat net important ou une trésorerie positive. L'excès de rentabilité autoriserait des dépenses supplémentaires n'ayant pas de lien avec la finalité de l'organisation. Cette approche est défendue en finance au travers de la « *slack resource theory* ». Il convient alors pour un actionnaire de considérer un niveau de responsabilité élevé comme onéreux et non rentable.

---

<sup>225</sup>Helfer, J.P., Kalika, M., Orsoni, J., & Guézou, Y. (2010). « *Management : Stratégie et Organisation* ». Paris : Vuibert. p.486.

D'autre part, la théorie de la bureaucratie de Weber (1921)<sup>226</sup> fournit des clefs à la compréhension du développement des stratégies responsables au sein des firmes. Weber propose trois types distincts d'autorité. Elles caractérisent l'origine du pouvoir de l'entrepreneur dans son organisation et le style de pilotage de la firme. La première autorité, qualifiée de « rationnelle » ou « légale », correspond à une forme impersonnelle et bureaucratique. Elle est déterminée par la hiérarchisation. La seconde autorité, qualifiée de « traditionnelle » est le plus souvent liée à une légitimité familiale. Enfin, la légitimité « charismatique » est inhérente aux qualités personnelles d'un individu. L'incorporation des préoccupations responsables dans l'organisation pourrait s'expliquer par la nécessité d'asseoir la supériorité du manager. En effet, nous suggérons que les démarches responsables permettraient d'améliorer l'autorité des dirigeants. D'une manière légale-rationnelle, au travers d'une amélioration des conditions de travail, du respect des droits humains et même par le respect de normes environnementales proactives. D'une manière traditionnelle par le respect des traditions de l'entreprise au travers de la transmission des valeurs de ses créateurs. Enfin d'une manière charismatique par l'amélioration de la considération des dirigeants par les employés, favorisés par l'intérêt qu'ils portent eux-mêmes aux parties prenantes.

L'octroi d'un surplus d'autorité serait utile pour piloter l'entreprise et améliorer sa performance financière. En effet, la volonté du dirigeant serait mieux appliquée. Alors, les décalages entre la stratégie et les résultats seraient plus contenus. La rentabilité de l'entreprise pourrait s'améliorer. Néanmoins, si l'accroissement de l'autorité du dirigeant se fait dans une perspective d'enracinement, alors l'amélioration de la performance financière de l'entreprise sera nulle. Les différents types d'autorités apportent une première compréhension des divergences au sein des entreprises. La RSE ne serait alors pas uniformément diffusée au sein des entreprises.

#### *b) La firme des contrats bilatéraux*

La considération des différentes parties prenantes de l'entreprise s'est premièrement articulée autour du dirigeant. Elle est dorénavant appréhendée comme l'ensemble des

---

<sup>226</sup> Weber, M. (1921). « Économie et Société : Tome 1. Les Catégories de la Sociologie ». Saint-Amand : Pocket, Agora : Les Classique ». Réed. 1995. pp.285-400.

relations entre le dirigeant et les parties prenantes. Selon Berle et Means (1932)<sup>227</sup>, la firme « point » se constitue en « un nœud de contrats bilatéraux ». Cette théorie a l'avantage de préserver la place prépondérante de l'actionnaire et les fondements des théories classiques. Elle permet également d'apporter un niveau de complexité indispensable à la compréhension de la firme. Les conflits entre agents deviennent alors bilatéraux. Il convient de les étudier un à un.

L. Von Bertalanffy (1973)<sup>228</sup> considère la firme comme un système constitué de parties indépendantes. Il existe selon lui deux types de systèmes. Le premier est fermé et ne subit pas l'influence de l'environnement. Il ne serait alors pas nécessaire de développer des démarches responsables externes à l'entreprise. Toutes démarches responsables en dehors des prérogatives de l'entreprise seraient coûteuses. Dans un deuxième temps, le système peut être ouvert. Il existe alors une interrelation constante de l'entreprise avec son environnement externe. La mise en place d'une démarche responsable serait positive et rentable pour l'entreprise. Selon Mintzberg (1986)<sup>229</sup>, il existe quatre coalitions externes. Tout d'abord, les propriétaires de l'entreprise. Ce sont souvent les actionnaires dont la volonté est de maîtriser et de contrôler. D'autre part, les partenaires de l'organisation. Ils sont associés aux relations économiques primordiales. Nous y retrouvons les fournisseurs, les clients et les partenaires commerciaux. Ensuite, les associations de salariés, à l'image des syndicats professionnels et des corporations. Ces derniers défendent les intérêts des employés et cherchent à améliorer leurs conditions de travail. Enfin les publics, assimilables aux différents groupes de pression, tels que des mouvements citoyens et les pouvoirs publics. Ces groupes sont susceptibles d'influencer les décisions de la firme et la mise en place d'une démarche responsable.

D'autre part, la rationalité limitée des agents (Simon, 1943)<sup>230</sup> conduit à une incomplétude des contrats entre les parties. Cette incomplétude mène à l'inefficience de la firme. Le décideur ne peut maximiser l'ensemble de ses choix, mais il recherche un certain niveau de satisfaction. L'optimum est une utopie.

---

<sup>227</sup> Berle, A. A., & Means, G. C. (1932). « *The Modern Corporation and Private Property* ». New-York : Harcourt, Brace & World, Réed. 1968, p.380.

<sup>228</sup> Von Bertalanffy, F., (1996). « *La Théorie Générale des Systèmes* ». Paris : Dunod. Réed. 1993.

<sup>229</sup> Mintzberg, H. (1986). « *Le Pouvoir dans les Organisations* ». (Traduit par P. Sager). Paris : Editions d'organisation. Réed. 2003, p.688.

<sup>230</sup> Simon, H. A. (1943). « *Administration et Processus de Décision* ». (Adapté par X. Greffe ; Traduit par P. E. Dauzat). Paris : Economica. Réed. 1983, p.321.

Au sein de la théorie classique, les démarches responsables peuvent prétendre à l'amélioration ou la diminution de la rentabilité des entreprises. La corrélation se révélera négative si la démarche responsable s'établit dans un objectif d'enracinement du dirigeant. Le renforcement de son pouvoir et de ses relations avec les parties prenantes peut conforter sa place dans l'entreprise. Néanmoins, il est possible qu'une démarche responsable améliore les échanges d'informations et les relations entre agents. Il est cependant nécessaire de prendre l'entière mesure de la complexité de la firme, les conflits entre agents pouvant être déterminés par des pressions internes et externes à l'organisation

## 2. La firme boîte noire

### a) *Une unité complexe*

L'approche néoclassique de la firme est limitée par son analyse exclusivement centrée autour du dirigeant. La théorie des contrats bilatéraux se borne à une vision unidimensionnelle de l'entreprise. Il convient alors de remettre cause la définition de la firme comme un « point », celle-ci se définissant plus justement comme une « boîte noire ». En effet, l'entreprise est constituée de relations complexes relatant d'une rationalité qui l'est également.

L'entreprise peut être considérée comme une entité collective à part entière. Barnard (1938)<sup>231</sup> appréhende la firme comme une organisation formelle et porteuse de progrès économiques et sociaux. Il y existe un système important de relations informelles et interpersonnelles. Il est alors nécessaire pour le manager de comprendre ces relations afin de stabiliser l'ordre social. Les démarches responsables sont susceptibles de fédérer les parties prenantes autour de l'entreprise. La prise en compte de l'ensemble des parties prenantes permet des échanges d'informations. Le coût des politiques responsables se révèle alors nécessaire au maintien de l'activité de la firme. La limitation des risques et des freins à l'activité est susceptible de transformer ces coûts en gains financiers.

---

<sup>231</sup> Barnard, C. I. (1938). « *The Functions of the Executive* ». London : Harbard University Press. Réed. 1968, p.299.

Chandler (1992)<sup>232</sup> considère quatre attributs essentiels à la firme. Elle est tout d'abord une unité légale, par le cadre juridique qu'elle représente. Une unité administrative, par la nécessité de monitoring de sa performance. Elle est un pool de ressources physiques, par le développement d'un savoir-faire propre. Enfin, la firme est tournée vers les profits par l'allocation de ses ressources. Ces attributs sont constitutifs de la personnalité morale de l'entreprise. La rationalité du dirigeant n'est alors qu'une portion de cette personnalité. Ainsi, l'entreprise prend une tout autre dimension. Elle détient une image citoyenne (Maignan et Ferrell, 2000)<sup>233</sup>. Elle peut agir en tant que citoyen au sein de la société dans laquelle elle évolue.

Nous sommes loin de l'objectif premier de création de valeur ajoutée à destination des porteurs capitaux. Il règne alors une confusion sur les objectifs de la firme. La théorie de la poubelle « *garbage theory* » développée par Cohen, March, et Olsen (1972)<sup>234</sup> illustre ce propos. En effet, ces auteurs considèrent qu'il est nécessaire d'accepter les incohérences et les irrationalités. Ces incohérences sont constitutives de certaines très grandes entreprises. Néanmoins, il peut en découler une anarchie organisationnelle. Ainsi, des stratégies qui semblent incohérentes dans le développement de la rentabilité de l'entreprise peuvent au final se révéler positives. Le lien entre performance responsable et performance financière peut procéder de cette anarchie organisationnelle.

### *b) Les forces incertaines dans l'entreprise*

La rationalité d'une entreprise est le fruit des multiples rationalités des agents qui la constituent. L'organisation réalise des choix qui semblent incohérents et anarchiques. La mise en place de stratégie de long terme peut se révéler difficile à réaliser. Les relations entre agents ne sont alors plus conçues comme des transactions libres, et ne sont plus assimilables à un rapport de marché.

Afin de comprendre la mise en place de démarches responsables et de leurs impacts sur la performance financière, il est intéressant de considérer la firme sous le spectre de la théorie évolutionniste. L'entreprise peut s'assimiler comme une unique combinaison de

---

<sup>232</sup> Chandler, A. D. (1992). « Organizational Capabilities and the Economic History of the Industrial Enterprise ». *The Journal of Economic Perspectives*, 6(3), 1992, pp.79-100.

<sup>233</sup> Maignan, I., & Ferrell, O. C., (2000). « Measuring Corporate Citizenship in Two Countries: The Case of the United States and France ». *Journal of Business Ethics*, 23, pp.283-297.

<sup>234</sup> Cohen, M. D., March, J. G., & Olsen, J. P. (1972). « A Garbage Can Model of Organizational Choice. » *Administrative Science Quarterly*, 17, pp.1-25.

techniques. Ce postulat nécessite de distinguer les firmes entre elles, chaque firme étant constituée d'un portefeuille d'activités non aléatoires. En effet, le cœur de métier de l'entreprise est déterminé par un long processus de « routines » (Cyert et March, 1963)<sup>235</sup>. Les « routines » relatent un long développement d'apprentissage au fil des années. L'acquisition d'expérience à long terme génère un savoir-faire et des compétences organisationnelles propres à la firme, ce qui explique pourquoi les firmes évoluent et se transforment lentement. Il est alors difficile de modifier les sources de revenus principales. Chandler (1962)<sup>236</sup> rappelle que la firme n'est pas mono produit et mono établissement. Le contexte social, légal et économique est essentiel à la compréhension des démarches responsables au sein d'une entreprise.

La rationalité de la firme est construite dans le temps. En somme, son évolution et ses contraintes ne sont pas libres et aléatoires. Elle suit un sentier déterminé par la nature même de ses actifs. Le niveau de responsabilité des entreprises peut être mesuré par ce sentier d'évolution. L'impact des politiques responsables sur la performance financière de la firme sera relatif aux caractéristiques sectorielles et historiques. Cependant, la firme évolutionniste est marquée par l'absence d'oppositions consécutives aux divergences d'intérêts entre actionnaires et managers.

Au-delà des caractéristiques historiques propres, la firme peut également s'appréhender comme une coalition de groupes. Cette coalition prend place au sein d'un lieu de processus de prises de décisions et d'apprentissage collectif (Cyert et March, 1970)<sup>237</sup>. L'approche collective de la firme suppose un « biais managérial » et un « budget discrétionnaire » pour limiter ces biais. Ce « budget discrétionnaire » est assimilable à une réserve de gestion. Il permet de négocier l'adhésion des employés aux objectifs de la firme. Dans une telle conception, les démarches responsables sont susceptibles de rallier les salariés aux objectifs de rentabilité. Auquel cas, le niveau de responsabilité sera bénéfique pour les investisseurs. La responsabilité constitue un coût budgétisé aboutissant à l'amélioration de la performance par l'adhésion aux objectifs communs. Le coût lié à l'adhésion des parties est relatif à la structure héritée après des années d'activités.

---

<sup>235</sup> Cyert, R. M., & March, J. G. (1963). « Processus de Décision dans l'Entreprise ». (Adapté et Traduit par J. P. Piotet). Paris : Dunod. Réed. 1970.

<sup>236</sup> Chandler, A. D. (1962). « *Stratégies et Structure de l'Entreprise* ». (Adapté par B. R. Scott ; Traduit par P. Schaufelberger). Paris : Edition d'Organisation. Réed. 1972, pp.78-91

<sup>237</sup> Cyert, R. M., & March, J. G. (1970). *op. cit.* p.340.

D'autre part, l'entreprise fait face à des masses d'incertitude plus ou moins élevées (Crozier et Friedberg, 1977)<sup>238</sup>. L'incertitude déterminera le niveau plus ou moins fort de la volatilité de l'entreprise. Il est alors judicieux de développer des pratiques responsables lorsque l'entreprise fait face à une forte volatilité. L'apport de valeur tangible par des investissements responsables sera susceptible de limiter l'incertitude et de fédérer l'ensemble des parties prenantes aux objectifs de l'entreprise. La régénération de la légitimité de la firme peut être essentielle à la continuité de son activité. Selon Boltanski et Thévenot (1987)<sup>239</sup>, il existe plusieurs légitimités qui s'affrontent au sein de l'entreprise. Elles concourent à la justification des actions de l'entreprise et sont nommées « cités ». Il existe tout d'abord la « cité inspirée », faisant lien aux principes d'innovation et de création. Une démarche responsable peut susciter des processus innovants lorsqu'il s'agit de limiter les externalités négatives. La « cité domestique », relative au respect des traditions internes et externes à l'entreprise. L'entreprise justifie des dépenses responsables dans des domaines spécifiques issus de pratiques historiques. La « cité du renom », comparable à la reconnaissance sociale de l'organisation par un système de relations publiques. Les actions responsables peuvent en effet améliorer l'image de l'entreprise. La « cité civique », permettant la justification de ses actions par la recherche de l'intérêt général. Par exemple, l'exploitation de certaines ressources doit être compensée par des actions philanthropiques. Le secteur des énergies et plus particulièrement le secteur du nucléaire justifie sa présence par la création d'emplois et l'aide aux communautés environnantes (infrastructures, école, etc.). Enfin, la « cité industrielle », relative aux logiques de productivité et de performance. La démarche responsable peut être synonyme de performance financière sous certaines conditions relatives aux précédentes « cités » de légitimité.

Une organisation peut également se concevoir comme un système culturel, symbolique et imaginaire (Enriquez, 1992)<sup>240</sup>. Un système culturel, du fait de l'existence de normes, de valeurs et de pratiques sociales dominantes spécifiques. Elle est également un système symbolique, de par l'existence de rites initiatiques et de mythes unificateurs. Ces derniers sont assimilés à des « symboles ». Ils ont pour but de « *sédimer l'action des membres de l'organisation et de leur servir de système de légitimation* » (Enriquez, 1992,

---

<sup>238</sup> Crozier, M., & Friedberg, E. (1977). « L'Acteur et le Système : Les Contraintes de l'Action Collective ». Paris : Editions du Seuil. Réed. 1992, p.500.

<sup>239</sup> Boltanski, L., & Thévenot, L. (1987). « De la Justification : Les Economies de la Grandeur ». Paris : Gallimard. Réed. 1991, pp.85-150.

<sup>240</sup> Enriquez, E. (1992). « L'Organisation en Analyse ». Paris : Presse Universitaires de France. pp.34-39.

p.36)<sup>241</sup>. Enfin, l'organisation est un système imaginaire. Cet imaginaire se distingue entre un imaginaire leurrant et imaginaire moteur. Tout d'abord, l'imaginaire leurrant correspond à la recherche implicite de satisfaction des fantasmes, désirs, angoisses et demandes des membres de l'entreprise, par la substitution de son propre imaginaire aux leurs. L'organisation a une place prépondérante dans l'espace psychique des individus. Elle mettra en place des démarches responsables pour être en accord avec ses parties prenantes. Bon nombre d'investissements auprès des communautés nationales et extraterritoriales font écho à l'imaginaire leurrant. D'autre part, l'imaginaire moteur fait référence à l'opposition entre la routinisation du projet et la mise en place de ruptures susceptible d'être sources de créativité. Dans ce cas, une modification des habitudes au travers d'une démarche responsable peut générer des innovations. Celles-ci sont bénéfiques à la réalisation des objectifs de la firme.

L'organisation est définie par une culture d'ensemble qui est le produit des comportements humains. Cet ensemble aura une influence sur l'incertain de la firme. Selon E. Enriquez, la structure des organisations est liée aux contextes historiques et à la structure sociale de l'univers macro-économique de l'organisation. Les démarches responsables peuvent s'assimiler à la définition du « mythe » chez Enriquez. Le mythe provoque chez les membres de l'organisation une fascination socialisatrice donnant sens à l'action quotidienne et étant source de cohésion sociale. Les effets de la mise en place d'une démarche responsable sur la performance financière sont conditionnés aux contraintes historiques et sociales de la firme. Les questions de rationalité globale et de légitimité sont prépondérantes. « *Cette organisation particulière qu'est la firme devient rapidement inintelligible, si elle n'est pas pleinement considérée aussi comme une institution sociale* ». (Solow, 1990)

### 3. Les attentes des salariés

#### a) *Les considérations envers les employés*

La considération du capital humain reste sommaire au sein des théories classique et néoclassique, ce capital étant considéré comme une simple variable d'ajustement. Cependant, la complexité humaine suggère une approche plus aboutie. Dans cette perspective,

---

<sup>241</sup> Enriquez, E. (1992). *Ibid.* p.36.

Leibenstein (1975)<sup>242</sup> défend la notion d'efficacité multiple. L'auteur considère que la théorie classique ne retient que l'efficacité allocative. Toutefois, les « *unités de temps de travail* » sont les seules variables que la firme peut acheter avec certitude. Selon Gantt (1916), le salarié est peu motivé pour le travail à la pièce. Ainsi, l'augmentation de la rémunération n'aboutit pas à une augmentation proportionnelle de la productivité. Les hommes ne sont pas enclins à être considérés que comme des moyens au service d'une fin fixée par la direction (Crozier et Friedberg, 1992)<sup>243</sup>.

Alderfer (1972)<sup>244</sup> manifeste de la nécessité pour un individu de répondre de manière simultanée à plusieurs besoins, à la différence de la pyramide des besoins de Maslow qui les hiérarchisait. Alderfer distingue trois besoins concomitants. Un besoin d'existence, relatif au niveau de salaire pour vivre. Un besoin de sociabilité, lié aux relations interpersonnelles en société. Enfin, un besoin de croissance correspondant à sa contribution significative dans la société par la mobilisation de son propre potentiel. Les démarches responsables auprès des employés, des communautés et l'implication des parties prenantes aux objectifs responsables des firmes peuvent contribuer à combler les besoins de sociabilité et de croissance. Ces besoins font écho à la théorie de la régulation considérant le travail comme une marchandise particulière qui doit se penser au sein d'un contexte macroéconomique.

En outre, la détermination des salariés est dépendante du niveau « d'équité », (Adams, 1965)<sup>245</sup>. Chez l'agent, l'équité fait appel à une représentation mentale du rapport entre sa contribution personnelle et la rétribution attendue. Ce couple va provoquer un sentiment d'équité ou d'iniquité. Dans cette configuration, les besoins des agents ne peuvent être compensés par une simple revalorisation des salaires. Il devient alors nécessaire d'allouer un budget de responsabilité susceptible d'apporter un sentiment d'équité chez les parties prenantes primaires. Cette condition est nécessaire à la légitimité et à la performance financière de l'entreprise. Selon la théorie de l'engagement, un agent cherchera à donner un sens positif à ses actions. Le plus souvent, l'action précède la rationalisation des opinions. L'apport d'une démarche responsable peut à posteriori donner un sens à des actions passées.

---

<sup>242</sup> Leibenstein, H. (1975). « The Economic Theory of Fertility Decline ». *The Quarterly Journal of Economics*, 89(1), pp.1-31.

<sup>243</sup> Crozier, M., & Friedberg, E. (1977). *op. cit.* Rééd. 1992, p.500.

<sup>244</sup> Alderfer, C. P. (1972). « *Existence, Relatedness, and Growth : Human Needs in Organizational Settings* ». New-York : Free Press.

<sup>245</sup> Adams, J. S., (1965). « Inequity in Social Exchange ». Dans Berkowitz, L. (éd.), *Advances in Experimental Social Psychology*, New-York : Academic Press.

Enfin, il existe selon Mayo (1933)<sup>246</sup> deux dimensions au travail. Un système formel bien connu par le bureau des méthodes. Un système informel essentiel et constitué par les sentiments, les attitudes et les relations entre les membres du personnel. L'effet Hawthorne rend compte de ces deux dimensions. La prise en compte des travailleurs par la direction, même de manière indirecte<sup>247</sup>, suffit à améliorer la performance de l'entreprise. L'intégration des facteurs psychosociologiques est essentielle à la cohésion du groupe. La performance financière est intrinsèquement liée à la capacité des parties prenantes de générer de la valeur au sein de l'entreprise.

### *b) Une source de performance*

L'amélioration de la performance financière à l'issue de la mise en place d'une démarche responsable peut s'interpréter au travers des théories des organisations. Ces dernières nous permettent de rallier les considérations socio-historiques complexes des organisations aux intérêts des actionnaires. Fourier (1836)<sup>248</sup> considérait la passion comme fondatrice d'un nouveau lien social qu'il nommait « phalansphère ». L'organisation est alors fondée sur l'harmonie, le plaisir et l'entente au sein des équipes. Cette idée rejoint l'approche de l'école des conventions. Cette théorie propose de faire concorder les intérêts d'acteurs contradictoires en des accords implicites ou conventions.

Il s'agit ici de gérer les conflits internes. Les désaccords étant susceptibles de générer des coûts, il est essentiel de les limiter. En outre, les actions sociales rejoignent le principe de « fonctions latentes » de Merton. Elles peuvent répondre à un objectif visé sans pour autant avoir un rapport direct avec cet objet, à la différence des « fonctions manifestes ». En outre, le développement de la bureaucratie aboutit à l'apparition de relations individualisées dans l'organisation. À terme, l'individualisation conduit à un appauvrissement des procédés créatifs. Le développement des échanges numériques confirme cette tendance. Les démarches responsables seraient susceptibles d'améliorer les interactions entre les parties prenantes et capables de générer des processus créatifs.

---

<sup>246</sup> Mayo, G. E., (1933). « *The Human Problems of an Industrial Civilization* ». Boston : Harvard University Division of Research, Graduate School of Business Administration. Réed. 1946.

<sup>247</sup> Par la présence de chercheurs dans l'entreprise dans ce cas.

<sup>248</sup> Fourier, C. (1836). « *La Fausse Industrie Morcelée, Répugnante, Mensongère, et l'Antidote, l'Industrie Naturelle, Combinée, Attrayante, Véridique, Donnant Quadruple Produit et Perfection Extrême en Toutes Qualités* ». Google Books.

Enfin, la responsabilité des entreprises peut être appréhendée par le biais d'une approche foucaldienne. Les démarches responsables peuvent contribuer à la suppression de frontières entre la vie personnelle et professionnelle. L'entreprise devient centrale dans la vie des parties prenantes et constitutive de leurs avenir. Il peut en émerger un autocontrôle, les employés améliorant leur performance par le respect du principe d'équité. Les salariés cherchent à maintenir leur emploi dans l'entreprise et mettent tout en œuvre pour maintenir son activité.

Ainsi, l'émergence et les effets des politiques responsables au sein de la science financière doivent être également abordés sous l'angle des théories des organisations. Les mécanismes supposant un impact positif ou négatif sont inhérents à la structure historique et sociale de la firme. Aujourd'hui, chaque entreprise doit être considérée comme spécifique. Les dirigeants connaissent des contraintes distinctes qui évoluent au sein d'un contexte particulier, Hamel (2008)<sup>249</sup>.

## B. État de l'art financier

La théorie des organisations a pu être régulièrement mobilisée afin d'éclairer les mécanismes susceptibles de jouer un rôle dans la relation entre la responsabilité sociale des entreprises et la performance des firmes. L'histoire d'une organisation, sa structure et sa considération envers les parties prenantes sont déterminantes. Ces caractéristiques ont des répercussions importantes sur les différentes mesures de la performance financière. Plusieurs chercheurs ont interrogé le lien de la responsabilité avec les caractéristiques des firmes ciblées par des mesures responsables, la performance financière et le coût de d'endettement.

### 1. Les traits des firmes responsables

Les caractéristiques de la firme peuvent avoir une influence sur l'impact de la responsabilité à l'égard de sa performance financière. Jin, Drozdenko, et DeLoughy (2013)<sup>250</sup> mettent en avant la perception des professionnels vis-à-vis de la performance des firmes et de leur niveau de responsabilité. Les auteurs distinguent deux types de firmes. La première est

---

<sup>249</sup> Hamel, G. (2008). « La Fin du Management : Inventer les Règles de Demain ». Paris : Vuibert.

<sup>250</sup> Jin, K., Drozdenko, R., & DeLoughy, S. (2013). *op. cit.*, p.19, 25.

dite « mécanique ». Elle correspond à une organisation structurée, régulée, procédurale, autoritaire et fermée. Cette description n'est pas sans rappeler le principe de bureaucratie de Weber. Les auteurs y opposent la firme dite « organique ». Elle s'apparente à une firme équitable, collaborative, créative, sociale, stimulante et encourageante pour les employés. Les auteurs peignent ici le portrait d'une firme responsable en mettant en avant les considérations sociales développées. L'article rapporte que les organisations « organiques » sont perçues comme significativement plus éthiques et socialement responsables par les professionnels financiers. Enfin, les firmes les plus responsables sont considérées comme plus rentables.

Cette perception par les investisseurs fait écho au cercle vertueux développé par Surroca, Tribó, et Waddock (2010). Les entreprises les plus rentables disposeraient d'une réserve financière leur permettant de mettre en place une démarche responsable. Sur le long terme, les actions responsables seraient également génératrices de rentrée d'argent pour l'entreprise. Il se constitue alors un cercle vertueux entre performance financière et performance sociale.

Deux articles de Rojas *et al.* (2009)<sup>251</sup>, Rojas *et al.* (2012)<sup>252</sup> mettent en exergue les caractéristiques identiques des firmes ciblées par les activistes ou les investisseurs responsables. Ce ciblage a pour but de modifier les politiques sociales des entreprises. Le premier article révèle que les firmes de grande taille sont systématiquement ciblées par les investisseurs activistes. Cela procède d'une volonté d'influencer le leader d'un secteur, les concurrents devant adopter des comportements responsables identiques. Dans leur second article, les auteurs réfutent tout hasard dans le choix des firmes ciblées par les activistes. Elles sont caractérisées par une taille importante et un niveau de risque supérieur. Leurs niveau social est plus faible et leurs performances financières sont moins bonnes. Enfin, dans ces entreprises, une majorité des actions sont détenues par cinq grands actionnaires

---

<sup>251</sup> Rojas, M., M'Zali, B., Turcotte, M., & Merrigan, P. (2009). « Bringing About Changes to Corporate Social Policy Through Shareholder Activism : Filers, Issues, Targets, and Success ». *Business and Society Review*, 114(2), pp.217-252.

<sup>252</sup> Rojas, M., M'Zali, B., Turcotte, M., & Merrigan, P. (2012). « Characteristics of Companies Targeted by Social Proxies : An Empirical Analysis in the Context of the United States ». *Business and Society Review*, 117(4), pp.515-534.

## 2. La performance financière

Les articles de Soana (2011), Wu et Shen (2013) précisent la relation entre la performance financière et la performance responsable sur le secteur bancaire, la performance financière étant définie par le *Return On Assets* (ROA) et le *Return on Equity* (ROE). Cette relation est estimée négative, mais non significative pour Soana (2011)<sup>253</sup>, les banques cherchant dans un premier temps à consolider leurs comptes. Selon Wu et Shen (2013)<sup>254</sup>, le lien entre le niveau de responsabilité et la rentabilité est positif. Les auteurs expliquent que les conclusions contradictoires entre les articles de recherche sont le résultat des motivations très hétérogènes des managers. Ces différences de finalité ont un impact sur la relation entre la performance responsable et la performance financière. Les auteurs distinguent trois motifs de mise en place de la responsabilité dans l'entreprise, l'altruisme, le choix stratégique et le *greenwashing*.

L'impact positif du niveau de responsabilité sur la performance financière fait écho à une approche par les ressources humaines. En effet, l'amélioration des conditions de travail va diminuer le turnover, augmenter la productivité et améliorer la performance financière de l'entreprise, (Huselid, 1995)<sup>255</sup>. Un haut niveau de responsabilité dans l'entreprise augmente la connaissance, le savoir-faire et les compétences. En outre, l'absentéisme serait limité et les bons employés auraient tendance à rester dans l'entreprise. Enfin, le recours à une main d'œuvre qualifiée n'a de sens que si elle est motivée. L'amélioration des conditions de travail peut développer la motivation des employés et les encourager à travailler plus longtemps et plus intelligemment, (Huselid, 1995)<sup>256</sup>. Ces conclusions ont été corroborées par Edmans (2011)<sup>257</sup>. L'auteur rappelle les principes des théories du salaire d'efficience d'Akerloff et Yeller. Il affirme qu'un excès de satisfaction peut booster les efforts des salariés. L'auteur conclut que le niveau de satisfaction des employés génère une meilleure rentabilité sur le long terme.

---

<sup>253</sup> Soana, M. G. (2011). *op. cit.* p.145.

<sup>254</sup> Wu, M. W., & Shen, C. H. (2013). *op. cit.* p.3544

<sup>255</sup> Huselid, M. A. (1995). « The Impact of Human Resource Management Practices on Turnover, Productivity, and Corporate Financial Performance ». *Academy of Management Journal*, 38(3), p.667.

<sup>256</sup> Huselid, M. A. (1995). *op. cit.*, p.637.

<sup>257</sup> Edmans, A. (2011). *op. cit.* p.7.

### 3. Le coût de financement

La science financière a également mis en avant le lien entre le coût de financement et le niveau de responsabilité. Selon El Ghouli et *al.* (2011)<sup>258</sup>, les journalistes mettent en avant les bonnes entreprises, ce qui diminue l'asymétrie d'information. Ainsi, si l'entreprise est moins risquée, elle donnera un rendement moindre. Les firmes disposant d'un haut niveau de responsabilité auront par conséquent un coût du capital diminué vis-à-vis des firmes moins responsables (El Ghouli et *al.*, 2011)<sup>259</sup>, le coût du capital étant le reflet de la perception du risque de l'entreprise par les investisseurs. Les managers auraient intérêt à développer une approche responsable. En outre, les entreprises qui diminuent leur risque environnemental sont recherchées par les marchés financiers pour leurs efforts. Le principal intérêt n'est pas la seule amélioration de l'efficacité des ressources mais la réduction du coût du capital (Sharfman et Fernando, 2008)<sup>260</sup>. Cette diminution s'explique par la limitation de la volatilité de la firme. Cormier et *al.* (2009)<sup>261</sup> ont démontré qu'une augmentation de la diffusion d'informations socialement responsable permet de diminuer le coût du capital de la firme.

Selon Bauer, Derwall, et Hann (2009), le capital humain peut également constituer un apport important de compétitivité. L'amélioration des relations entre l'entreprise et ses salariés permet de réduire le coût des crédits obtenus auprès des banques. Les auteurs montrent que les entreprises disposant d'une satisfaction importante de leurs salariés ont statistiquement un coût d'endettement inférieur et une meilleure note de crédit, du fait d'une diminution du risque spécifique. « *Adequate management of employee relation improve the firm credit standing by diminution firm specific risk* » (Bauer, Derwall, and Hann, 2009, p.22). En effet, il est difficile pour un détenteur d'obligations de diversifier son risque. Goss and Roberts (2011)<sup>262</sup> démontrent également que le niveau de responsabilité est négativement corrélé au coût de la dette bancaire. Les auteurs rendent compte d'une diminution de sept à huit points de base. Leurs résultats sont statistiquement significatifs, mais restent relativement

---

<sup>258</sup> El Ghouli, S., Guedhami, O., Kwok, C. C.Y., & Mishra, D. E. (2011). « Does Corporate Social Responsibility Affect the Cost of Capital ? ». *Journal of Banking & Finance*, 35, pp.2388-2406.

<sup>259</sup> El Ghouli, S., Guedhami, O., Kwok, C. C.Y., & Mishra, D. E. (2011). *ibid.* p.2400.

<sup>260</sup> Sharfman, M. P., & Fernando, C. S. (2008). « *Environmental Risk Management and the Cost of Capital* ». *Strategic Management Journal*, 29(6), p.590.

<sup>261</sup> Cormier, D., Aerts, W., Ledoux, M. J., & Magnan, M. (2009). « Attributes of Social and Human Capital Disclosure and Information Asymmetry Between Managers and Investors ». *Canadian Journal of Administrative Science*, 26(1), pp.71-88.

<sup>262</sup> Goss, A., & Roberts, G. S. (2011). *op. cit.*, p.1807.

modestes. Les banques considèrent les faiblesses des entreprises comme un risque et y réagissent par une augmentation des coûts des contrats.

Ainsi, les firmes responsables auraient une rentabilité financière supérieure du fait de dispositions organisationnelles favorables. Elles verraient également leurs coûts moyens pondérés diminuer. La théorie des organisations permet de relativiser ces conclusions, les auteurs rappelant que les motivations liées à la mise en place de la RSE sont primordiales dans la compréhension et l'intensité du lien entre la performance responsable et la performance financière. En outre, les résultats en demi-teintes peuvent s'expliquer par l'apparition de coûts supérieurs pour les firmes mettant en place une démarche responsable. Ces coûts viennent amputer l'augmentation des résultats (McWilliams et Siegel, 2001). De ce fait, des entreprises responsables et irresponsables peuvent connaître un même niveau de profit. La firme responsable connaît des coûts supérieurs cependant, elle engendre également des niveaux de revenus supérieurs. La firme moins responsable a des revenus moindres, mais ne connaît pas d'augmentation dans ses coûts. Ainsi, les rentabilités sont identiques. Il convient alors de déterminer des caractéristiques spécifiques à la firme, liées à la volatilité, au niveau d'endettement et à la rentabilité passée et future.

## II. Hypothèses

Notre troisième chapitre étend le spectre de la performance responsable à l'ensemble des considérations internes et externes de la firme. Ce changement d'angle questionne les divers effets de la responsabilité sur l'ensemble des considérations financières de la firme. L'approche managériale de la responsabilité façonne la rentabilité financière, le risque et le coût de financement l'entreprise. Il est cependant nécessaire de contextualiser ces modifications pour un investisseur, afin de les appréhender. La prise en compte des théories des organisations classiques et modernes suggère des effets bénéfiques liés aux caractéristiques spécifiques de l'entreprise.

### A. L'amélioration de la performance financière

Nous avons préalablement répondu à la question de la performance boursière d'une démarche responsable, notre première analyse se basant sur un facteur responsable au sein

d'un modèle linéaire susceptible de guider la performance d'un portefeuille. Toutefois, plusieurs articles usent des variables de performance financière différentes. Leurs résultats relatent majoritairement un effet positif de la responsabilité sur ces mesures. Les théories des organisations apportent un support théorique supplémentaire nous permettant de consentir à cette relation. Les travaux en finance relatifs au capital humain ont pour la plupart soutenu cette corrélation positive.

D'autre part, la mise en place d'une démarche responsable permet la convergence des oppositions. À terme, cela permet de réduire le risque de l'entreprise. Les théories des organisations renforcent et défendent une diminution des conflits. La relation négative entre le niveau de responsabilité et le coût de l'endettement a déjà été testée au sein de plusieurs recherches, cette relation négative se faisant l'écho d'une diminution du coût des contrats obligataires consenti par les détenteurs d'obligations.

Ainsi, nous considérerons deux hypothèses relatives à la responsabilité des entreprises :

*Hypothèse H1 : Le score de force est positivement corrélé à la rentabilité de l'entreprise et négativement au coût de la dette et du capital.*

*Hypothèse H2 : Le niveau de faiblesse est négativement corrélé à la rentabilité de l'entreprise et positivement au coût de la dette et du capital.*

## B. Les spécificités des entreprises

D'autre part, nous considérons qu'un niveau de responsabilité doit être mis en relation avec les données historiques de l'organisation, le lien entre performance responsable et financière étant déterminé par les motivations quant à la mise en place d'une responsabilité au sein de l'entreprise. Les théories des organisations nous ont permis de mettre en exergue l'importance de la structure de la firme dans l'analyse de la responsabilité, les politiques responsables s'établissant sur la base de motifs divergents. Le spectre allant du simple intérêt particulier du manager, à la résolution des conflits dans l'entreprise, ou encore à la limitation

de l'endettement de la firme. Ainsi, nous supposons que les effets positifs de la responsabilité sur la performance financière peuvent diverger entre les entreprises. Des caractéristiques spécifiques reconnaissables sont susceptibles de favoriser un lien positif. Ces particularités sont souvent l'héritage des activités passées, présentes et futures de l'entreprise.

*Hypothèse H3 : L'impact positif de la responsabilité sur la performance de l'entreprise est déterminé par des caractéristiques spécifiques.*

Ainsi, nous tenterons de confirmer les effets positifs du niveau de responsabilité sur la rentabilité de la firme et sur son endettement. Il conviendra de spécifier des hétérogénéités possibles dans nos résultats par une mise en exergue des caractéristiques particulières des entreprises. La validation de ces hypothèses nous permettra de définir les stratégies d'investissements responsables qui n'amputent pas la performance d'un portefeuille d'actions.

### **III. Méthodologie**

#### **A. L'analyse en composante principale sur des variables**

##### **1. Principes**

Nous avons pour objectifs de répondre aux effets de la responsabilité sur la rentabilité et l'endettement de l'entreprise, tout en manifestant de caractéristiques spécifiques. Il est alors nécessaire de mettre en place une analyse statistique susceptible de convenir à ces multiples contraintes. La responsabilité doit être pensée relativement à la situation globale de l'entreprise. La diversité des variables nécessite la mise en place d'une analyse multidimensionnelle. Celle-ci doit nous permettre de détecter les caractéristiques particulières

des entreprises responsables et irresponsables. L'Analyse en Composante Principale (ACP) sur des variables nous permet de répondre aux contraintes qu'imposent nos hypothèses.

Tout d'abord, l'ACP permet la comparaison de variables dissemblables et d'envergure variée. En effet, les différentes variables sont par défaut centrées et réduites (Escofier et Pagès, 2008)<sup>263</sup>. Après avoir retiré la moyenne de la variable à chaque observation, les variables sont divisées par l'écart-type. Le centrage n'a pas d'impact sur l'analyse. Cependant, la réduction permet une comparaison entre les variables mesurées dans des unités inégales. Toutes les variables ont alors une importance identique. Il devient possible de les comparer en fonction du niveau de responsabilité.

L'analyse en composante principale permet de détecter des liaisons préexistantes entre les variables. L'ACP permet une réduction de dimensionnalité. Ainsi, l'essentiel de l'espace des variables peut être représenté en quelques plans. Cette méthodologie permet de représenter graphiquement les variables au sein d'une sphère de rayon égal à un (Lebart, Piron, et Morineau, 2006)<sup>264</sup>. Il suffit alors d'examiner les proximités et les éloignements entre les variables représentées. L'ACP définit des axes qui maximisent la somme des carrés des projections. La qualité de projection des variables se mesure au cosinus carré de la variable sur l'axe (ou vecteur). Il s'agit alors de s'intéresser aux variables qui présentent les plus fortes coordonnées. Enfin, l'interprétation des composantes principales se fait en fonction des regroupements de certaines variables et de l'opposition avec d'autres. L'angle formé entre deux variables correspond au coefficient de corrélation.

## 2. Les critères retenus

Nous adopterons deux méthodologies dans le choix des axes de notre ACP. Dans un premier temps, nous établirons notre sélection sur la base de critères empiriques. Ces critères attribuables à Cattell (1966)<sup>265</sup> et Kaiser (1961)<sup>266</sup> se fondent sur l'allure des vecteurs propres.

---

<sup>263</sup> Escofier, B., & Pagès, J. (2008). « Analyses Factorielles Simples et Multiples : Objectifs, Méthodes et Interprétation ». Paris : Dunod. p.10.

<sup>264</sup> Lebart, L., Piron, M., & Morineau, A. (2006). « Statistique Exploratoire Multidimensionnelle : Visualisation et Inférence en Fouille de Données ». Paris : Dunod. p.69.

<sup>265</sup> Cattell, R. B. (1966). « The Scree Test for the Number of Factors ». *Multivariate Behavioral Research*, 1(2), pp.245-276.

<sup>266</sup> Kaiser, H. F. (1961). « A Note on Guttman's Lower Bound for the Number of Common Factors ». *British Journal of Statistical Psychology*, 14, p.1-2.

Il est alors nécessaire d'étudier la décroissance des valeurs propres. Un changement brutal dans la pente signifie la présence d'un élément non aléatoire. Il suffit alors de repérer les « coudes » selon Cattell. D'autre part, le pourcentage d'inertie des axes définit le pouvoir explicatif des facteurs. L'appréciation de celui-ci doit tenir compte du nombre de variables et du nombre d'individus. Ainsi, quel que soit le pourcentage d'inertie, celui-ci est à relativiser en fonction du nombre de variables du modèle. La somme des inerties est égale au nombre de variables. De ce fait, l'inertie moyenne vaut un. On s'intéresse alors majoritairement aux axes ayant une inertie supérieure à un. Cette dernière méthodologie s'apparente au critère de Kaiser.

Néanmoins, ces critères empiriques peuvent être limités. L'apparition d'un effet « Guttman » signale la présence d'un facteur dominant. Un effet taille très important peut cacher l'importance des autres variables. Il faut alors éviter de sous-estimer certains facteurs et variables. Il est alors possible de fonder des choix de facteurs sur des connaissances supplémentaires apportées par des variables complémentaires, telles que la RSE. Une projection suffisamment significative sur un axe permet de le valider malgré une valeur propre faible. Notre intérêt particulier pour le niveau de responsabilité suscite d'examiner des facteurs dont les valeurs propres sont modestes. Cependant, le niveau de responsabilité y est important relativement aux autres variables.

Enfin, la validité des interprétations des variables au sein des axes (ou facteur) se concrétise par un fort niveau du cosinus carré. Il est possible de déterminer un seuil minimal pour lequel une variable ne peut être interprétée. Pour cela nous pouvons suivre la formule suivante :

$$\frac{1}{\sqrt{(\text{Nombre de variables du modèle})}}$$

Nous avons généralement recours à 31 variables au sein de nos ACP. Un niveau du cosinus carré supérieur à 0,179 suffit alors pour interpréter la variable comme constitutive du facteur (ou axe).

$$\frac{1}{\sqrt{(31)}} = 0,179$$

Nous chercherons à respecter ce critère. Cependant, certains axes disposent de variables dont les cosinus carrés sont généralement faibles. Nous pourrions dans ce cas retenir des valeurs inférieures, mais qui relativement à l'ensemble des variables sont acceptables.

## B. Base de données

### 1. Les observations

Afin de mener à bien notre analyse, nous disposons d'une base de données conséquente. Celle-ci correspond à l'ensemble des entreprises notées par l'agence KLD entre 1992 et 2012. Ainsi, sur l'ensemble de cette période, nous disposons de plus de 34 415 observations, chaque observation correspondant à l'ensemble des variables d'une entreprise donnée au temps  $t$ . Cela représente 9 363 observations entre 1992 et 2002 et 28 614 observations entre 2003 et 2012. La fréquence de ces observations est biannuelle.

Les données par secteur sont différentes. En effet, elles s'échelonnent entre les années 2000 et 2012. Cette période permet de maximiser le nombre de variables observables par secteurs. Nous pouvons alors analyser le coût moyen pondéré de l'endettement, du capital ainsi que le niveau de *goodwill* sur certains secteurs. La fréquence des données par secteur est également biannuelle.

Le nombre relativement important de données nous permet de lisser les observations. D'autre part, cette base de données est identique à celle utilisée dans notre chapitre II, ce qui autorise des comparaisons dans nos méthodologies et nos résultats.

Tableau 40 : Nombre d'observations par période et par secteur

	Nombre d'observations
Toute la période	34415
Période 1992-2002	9363
Période 2003-2012	28614
Secteur minier	1423
Secteur de la production industrielle	13358
Transport, communication et fournisseurs d'énergie	3291
Secteur de la vente au détail	2466
Secteur de la vente en gros	983
Secteur financier	7438
Secteur des services	4877

## 2. Variables observées

Nous avons retenu plus d'une trentaine de variables relatives aux caractéristiques de l'entreprise et à sa performance financière. Seules les observations disposant de l'ensemble des variables ont été sauvegardées dans notre analyse. Les variables relatives au niveau de responsabilité ont été obtenues à partir de la base de données KLD. La méthodologie est la même que celle utilisée dans le chapitre II. Elle est explicitée au sein du chapitre I. Les données relatives aux variables restantes ont été collectées sur la base de données Bloomberg. Le tableau 43 liste les variables utilisées en précisant leur nom dans le modèle<sup>267</sup>.

<sup>267</sup> Pour plus de précisions sur les variables et leurs méthodes de calcul, se référer à l'annexe numéro 8.

Tableau 41 : Liste des variables analysées

	Critères	Nom
1	Note Forces	Score-Force
2	Note Faiblesses	Score_Faiblesse
3	Note Responsabilité globale	Note_RSE_Globale
4	Rentabilité des actions	RENT_BOURSIERE
5	Volatilité à 30, 60, 90 jours	VOLATILITY_30D
6	Résultat / Capitaux propres (ROE)	RETURN_COM_EQY
7	Résultat / Actif (ROA)	RETURN_ON_ASSET
8	Price Earning Ratio	PE_RATIO
9	Tobin's Q	TOBIN_Q_RATIO
10	Capitalisation historique	HISTORICAL_MARKET_CAP
11	Valeur comptable / Capitalisation boursière	HML
12	Résultat Net	NET_INCOME
13	Résultat d'exploitation	EBIT
14	Rendement du capital investi	RETURN_ON_INV_CAPITAL
15	Coût moyen pondéré de la dette	WACC_COST_DEBT
16	Coût moyen pondéré du capital	WACC_COST_EQUITY
17	Actif total	BS_TOT_ASSET
18	Actif net	ACTIF_NET
19	Prix / actif net	PX_TO_BOOK_RATIO
20	Capitaux propres	TOTAL_EQUITY
21	Dette nette / total capitaux propres	TOT_DEBT_TO_TOT_EQY
22	Dette LT / Capitaux propres	LT_DEBT_TO_TOT_EQY
23	Dette nette	NET_DEBT
24	Dette de long terme	BS_LT_BORROW
25	Dette à court terme	BS_ST_BORROW
26	Total Dette / Total Actif	TOT_DEBT_TO_TOT_ASSET
27	Actif / Capitaux propres	ASSET_TO_EQY
28	Niveau de <i>goodwill</i>	BS_GOODWILL
29	<i>Goodwill</i> / Total Actif	GOODWILL_ASSETS_%
30	Valeur de l'entreprise	ENTERPRISE_VALUE
31	<i>Cash</i> d'exploitation	CF_CASH_FROM_OPER
32	Bénéfice par action non dilué	IS_EPS
33	Taux de croissance prévisible	SUSTAIN_GROWTH_RT

## IV. Résultats

Notre analyse multicritères rend compte de quatre points majeurs dans la relation entre la performance responsable et nos variables. Nous mettrons tout d'abord l'accent sur l'importance de l'effet taille dans nos résultats. Nous révélerons également que les actions responsables sont le plus souvent le résultat d'un excès de trésorerie dans l'entreprise, sans pour autant que ces dépenses ne se transforment en surplus de rentabilité. Ensuite, notre analyse s'attache à aborder les effets du niveau de responsabilité globale relativement au coût de l'endettement. Enfin, l'analyse par secteur permettra de préciser les précédentes relations. Nous pourrons alors définir les caractéristiques susceptibles de générer un lien positif entre performance responsable et financière dans le choix des actifs.

Avant d'entamer notre analyse, les tableaux suivants apportent une synthèse des différentes variables présentes au sein des axes retenus de l'ACP, l'ensemble des conclusions étant réalisées à partir de l'analyse de ces axes.

Tableau 42 : Variables significatives par axe de l'ACP de 1992 à 2012

ACP Globale		
Axe	VARIABLES significatives	Thème
F1	Force ; Faiblesse ; Capitalisation boursière ; Résultat net ; Résultat d'exploitation ; <i>Cash-flows</i> d'exploitation ; Actif net ; Dette Nette; Dette Long terme ; Dette court terme ; Valeur d'entreprise ; Capitaux propres	Vecteur Taille de l'entreprise, montant de ses actifs, dettes, rentrée d'argent
F2	Volatilité ; ROA : ROE et Tobin's Q ; HML	Vecteur risque/rentabilité
F4	Volatilité, ROA, Tobin's Q ; Résultat net ; Dette nette ; Total des dettes sur total des actifs ; Capitalisation boursière	Volatilité / Rentabilité
F5	Faiblesse ; ROE ; ROA ; Tobin's Q ; Résultat net ; Dette nette ; Dette court terme ; <i>Cash-flows</i> d'exploitation	Rentabilité/ dette nette et dette CT et faiblesse
F7	ROE ; Total des dettes sur total des actifs	Rentabilité inverse de net deb
F13	<i>Cash-flows</i> d'exploitation ; Résultat net ; HML ;	<i>Cash</i> disponible
F14	Force ; Faiblesse ; <i>Cash-flows</i> d'exploitation	Niveau de responsabilité et <i>cash</i> disponible

Tableau 43 : Entreprises les plus représentatives des axes

	Entreprises ayant les observations les plus significatives sur l'axe
F1	General Electric Company (32) ; Citigroup Inc (14); Verizon Communications (11) ; American Express Company (10) ; AT&T Inc. (10) ; Comcast Corporation (6) ; Ford Motor Comany (4) ; BellSouht Corporation (3) ; Altria Group, Inc. (2) ; Goldman Sachs Groups Inc. (2)
F2	Helix Energy Solutions Group ; Sherwin-Williams Company (The) ; Becton, Dickinson and Company ; First Marblehead Corp (The) ; Grainger (W.W.), Inc. ; Hertz Global Holdings, Inc. ; Spartech Corporation ; Clorox Company ; Mylan Inc. ; Geomet, Inc.
F3	Nelnet, Inc. ; Regal Entertainment Group ; Wendy's International, Inc. ; Alliance Data Systems Corporation ; Crown Holdings, Inc. ; Entravision Communications Corporation ; Pitney Bowes Inc. ; Sonic Corporation ; Student Loan Marketing Association ; Warner Music Group Corp. ; Alliance HealthCare Services, Inc.
F4	Black Hills Corporation ; OGE Energy Corp. ; NSTAR ; Alliant Energy Corporation ; Pepco Holdings, Inc. ; SCANA Corporation ; El Paso Electric Company ; IDACORP Inc. ; Wisconsin Energy Corporation ; Apple Computer, Inc. ; Applied Materials, Inc. ; Great Plains Energy, Inc. ; Hospitality Properties Trust
F5	Value Line, Inc. ; Landauer, Inc. ; Blackbaud, Inc. ; Cherokee Inc. ; Raven Industries, Inc. ; Select Comfort Corporation ; Ambassadors Group, Inc. ; Gap, The ; SEI Investments Company ; Universal Technical Institute, Inc. ; Anadarko Petroleum Corporation
F6	Southwest Airlines Co. ; Northwest Natural Gas Company ; Alliant Energy Corporation ; Steelcase, Inc. ; Tellabs, Inc. ; Times Mirror Company ; Whirlpool Corporation ; American Vanguard Corporation ; Coherent, Inc. ; General Dynamics Corporation ; Marriott International, Inc.
F7	Deluxe Corporation ; Saul Centers, Inc. ; Amkor Technology Inc. ; DineEquity, Inc. ; Hanesbrands, Inc. ; AEP Industries Inc. ; Alexander's, Inc. ; Knoll Inc. ; Belo Corp ; Equifax Inc. ; Fort James Corporation ; Mercer International Inc. ; Owens-Illinois, Inc.
F13	CIGNA Corporation ; Accredited Home Lenders, Inc. ; AvalonBay Communities, Inc. ; Simon Property Group, Inc. ; AT&T Inc. ; Baker Hughes Inc. ; CapitalSource Inc. ; DuPont (E.I.) De Nemours and Company ; General Dynamics Corporation ; Lucent Technologies Inc. ; PG&E Corporation
F14	Mattel, Inc. ; Hasbro, Inc. ; Marriott International, Inc. ; Placer Dome Inc. ; Reynolds American, Inc. ; FMC Corporation ; Goodrich Corporation ; Macy's, Inc. ; Monsanto Company ; Staples, Inc. ; Amoco Corporation ; Baxter International, Inc.

Tableau 44 : Variables significatives par axe de l'ACP de 1992 à 2002

Période 1992-2002	
Axe	Variables significatives
F1	Force ; Faiblesse ; Capitalisation boursière ; Résultat net ; Résultat d'exploitation ; <i>Cash-flows</i> d'exploitation ; Actif total ; Capitaux propres ; Dette nette ; Dette court terme ; Dette long terme ; Valeur de l'entreprise
F2	ROA ; Tobin's Q ; HML ; Total des dettes sur total des actifs ; Volatilité ; Rentabilité du capital investi ; Capitalisation boursière
F6	Force ; ROE ; Capitalisation boursière ; Dette nette ; Dette court terme ; Bénéfice par action non dilué
F7	Price to book ratio ; Bénéfice par action non dilué ; ROE

Tableau 45 : Variables significatives par axe de l'ACP de 2003 à 2012

Période 2003-2012	
Axe	Variables significatives
F1	Forces ; faiblesses ; Capitalisation boursière ; Résultat net ; Résultat d'exploitation ; <i>Cash-flows</i> d'exploitation ; Actif total Capitaux propres ; Dette nette ; Dette long terme ; Dette court terme ; Valeur de l'entreprise
F2	Volatilité ; ROA ; ROE ; HML ; Coût moyen pondéré du capital
F4	Forces ; volatilité ; Résultat net ; <i>Cash-flows</i> d'exploitation Coût moyen pondéré de la dette ; Dette nette ; Dette court terme ; Total des dettes sur total des actifs
F5	Faiblesse ; ROE ; ROA ; Tobin's Q ; Coût moyen pondéré de la dette ; Dette nette ; Dette court terme ; Total des dettes sur total des actifs

Tableau 46 : Liste des plans analysés par période

Liste des plans utilisés		
Analyse globale	Période 1992-2002	Période 2003-2012
F1F2	F1-F2	F1-F2
F1F5	F1-F6	F1-F5
F4F5	F2-F6	F2-F4
F4F7	F6-F7	F2-F5
F4F13		F4-F5
F5F13		
F5F14		

## A. L'effet taille sur la responsabilité

### 1. Une influence croissante de la taille sur la responsabilité

Les premiers résultats de l'Analyse en Composante Principale (ACP) mettent en avant une importante corrélation entre la taille de l'entreprise et le niveau d'actions responsables et irresponsables. Le vecteur propre F1 relatif à l'analyse globale entre 1992 et 2012, relate les variables de taille. Nous y relevons de forts cosinus carrés pour le niveau d'actif net (0,814), le montant du capital (0,745), le niveau de dette nette (0,485), le montant de la capitalisation boursière (0,551) et pour la valeur de l'entreprise (0,866). Le vecteur propre F1 représente majoritairement les entreprises de grande taille. Nous observons également que sur ce vecteur, les cosinus carrés relatifs au score de force (0,232) et au score de faiblesse (0,239) sont sensiblement significatifs. Relativement aux autres vecteurs, ces valeurs sont importantes. Seul le vecteur F6 contient des valeurs supérieures pour les variables responsables.

Tableau 47 : Cosinus carrés des variables du Vecteur F1 sur la période globale

Vecteur F1	Cosinus carrés
Score force	<b>0,232</b>
Score faiblesse	<b>0,239</b>
Note RSE globale	0,001
RENT_BOURSIERE	0,000
VOLATILITY_60D	0,022
RETURN_COM_EQY	0,006
RETURN_ON_ASSET	0,001
PE_RATIO	0,000
TOBIN_Q_RATIO	0,000
HISTORICAL_MARKET_CAP	<b>0,551</b>
HML	0,026
NET_INCOME	<b>0,302</b>
EBIT	<b>0,675</b>
RETURN_ON_INV_CAPITAL	0,000
BS_TOT_ASSET	<b>0,826</b>
ACTIF_NET	<b>0,814</b>
PX_TO_BOOK_RATIO	0,000
TOTAL_EQUITY	<b>0,745</b>
TOT_DEBT_TO_TOT_EQY	0,001
LT_DEBT_TO_TOT_EQY	0,000
NET_DEBT	<b>0,485</b>
BS_LT_BORROW	<b>0,644</b>
BS_ST_BORROW	<b>0,570</b>
TOT_DEBT_TO_TOT_ASSET	0,018
ASSET_TO_EQY	0,001
ENTERPRISE_VALUE	<b>0,866</b>
CF_CASH_FROM_OPER	0,193
IS_EPS	0,000
SUSTAIN_GROWTH_RT	0,000

L'analyse du tableau de corrélation confirme l'analyse du vecteur propre F1. Nous observons une forte corrélation du score de force et de faiblesses avec les variables de tailles. En effet, la corrélation de l'actif net avec le score de force est de 0,336, et de 0,346 avec le score de faiblesse. Nous obtenons des corrélations identiques ou supérieures entre le niveau

de force et faiblesse et le montant du capital (0,478/0,476), le niveau de dette nette (0,149/0,193), la capitalisation boursière (0,464/0,414) et la valeur de l'entreprise (0,426/0,414).

Tableau 48 : Matrice de corrélation du score de force et faiblesse sur la période globale

Matrice de corrélation sur l'ensemble de la période		
Variables	Score de force	Score de faiblesse
Score de force	<b>1</b>	
Score de faiblesse	<b>0,356</b>	<b>1</b>
RENT_BOURSIERE	0,003	-0,006
VOLATILITY_60D	<b>-0,134</b>	<b>-0,056</b>
RETURN_COM_EQY	<b>0,090</b>	<b>0,025</b>
RETURN_ON_ASSET	<b>0,058</b>	<b>-0,040</b>
PE_RATIO	<b>-0,018</b>	<b>-0,020</b>
TOBIN_Q_RATIO	<b>0,050</b>	<b>-0,079</b>
HISTORICAL_MARKET_CAP	<b>0,464</b>	<b>0,414</b>
HML	<b>0,021</b>	<b>0,104</b>
NET_INCOME	<b>0,332</b>	<b>0,298</b>
EBIT	<b>0,374</b>	<b>0,386</b>
RETURN_ON_INV_CAPITAL	0,002	-0,005
ACTIF_NET	<b>0,336</b>	<b>0,346</b>
PX_TO_BOOK_RATIO	<b>0,011</b>	0,001
TOTAL_EQUITY	<b>0,478</b>	<b>0,476</b>
TOT_DEBT_TO_TOT_EQY	0,003	<b>0,016</b>
LT_DEBT_TO_TOT_EQY	0,000	<b>0,013</b>
NET_DEBT	<b>0,149</b>	<b>0,193</b>
BS_LT_BORROW	<b>0,283</b>	<b>0,304</b>
BS_ST_BORROW	<b>0,160</b>	<b>0,183</b>
TOT_DEBT_TO_TOT_ASSET	<b>0,025</b>	<b>0,089</b>
ASSET_TO_EQY	<b>0,014</b>	<b>0,021</b>
ENTERPRISE_VALUE	<b>0,426</b>	<b>0,414</b>
CF_CASH_FROM_OPER	<b>0,262</b>	<b>0,260</b>
IS_EPS	0,000	-0,004
SUSTAIN_GROWTH_RT	0,003	0,004

Nous constatons également des disparités entre nos deux périodes d'analyse. En effet, si le lien entre la taille de l'entreprise et le niveau de faiblesse reste relativement identique entre les deux périodes, le lien avec le score de force est beaucoup plus important entre 2003 et 2012. L'examen de la corrélation entre le score de faiblesse et les variables relatives à la

taille révèle une augmentation relativement modeste. Par exemple, la corrélation avec la variable « valeur de l'entreprise » passe de 0,411 entre 1992 et 2002 à 0,429 entre 2003 et 2012. La corrélation entre le score de faiblesse par rapport au montant du capital, au niveau de l'actif net et des dettes nettes diminue légèrement entre les deux périodes. Toutefois, les corrélations entre le score de force et les variables de taille augmentent significativement. La corrélation passe de 0,323 à 0,515 pour la capitalisation boursière ou encore de 0,362 à 0,492 pour le montant du capital.

Tableau 49 : Matrice de corrélation du score de force et faiblesse pour les deux périodes

Tableau des corrélations des scores de force et faiblesse par période				
Variables	1992-2002		2003-2012	
	Score force	Score faiblesse	Score force	Score faiblesse
Score force	<b>1</b>	<b>0,221</b>	<b>1</b>	<b>0,396</b>
Score faiblesse	<b>0,221</b>	<b>1</b>	<b>0,396</b>	<b>1</b>
Note RSE globale	<b>0,457</b>	<b>-0,616</b>	<b>0,426</b>	<b>-0,463</b>
RENT_BOURSIERE	<b>-0,022</b>	-0,016	0,006	-0,004
VOLATILITY_60D	0,011	0,003	<b>-0,148</b>	<b>-0,072</b>
RETURN_COM_EQY	<b>0,083</b>	-0,012	<b>0,089</b>	<b>0,036</b>
RETURN_ON_ASSET	<b>0,043</b>	<b>-0,112</b>	<b>0,062</b>	<b>-0,019</b>
PE_RATIO	<b>0,024</b>	<b>0,023</b>	<b>-0,019</b>	<b>-0,023</b>
TOBIN_Q_RATIO	<b>0,102</b>	-0,019	<b>0,021</b>	<b>-0,087</b>
HISTORICAL_MARKET_CAP	<b>0,323</b>	<b>0,353</b>	<b>0,515</b>	<b>0,458</b>
HML	<b>-0,021</b>	<b>0,146</b>	<b>0,026</b>	<b>0,089</b>
NET_INCOME	<b>0,248</b>	<b>0,309</b>	<b>0,332</b>	<b>0,294</b>
EBIT	<b>0,290</b>	<b>0,390</b>	<b>0,382</b>	<b>0,388</b>
RETURN_ON_INV_CAPITAL	<b>0,029</b>	<b>-0,039</b>	0,002	-0,004
WACC_COST_DEBT			<b>-0,049</b>	<b>0,030</b>
WACC_COST_EQUITY			<b>-0,090</b>	-0,002
ACTIF_NET	<b>0,244</b>	<b>0,381</b>	<b>0,350</b>	<b>0,346</b>
PX_TO_BOOK_RATIO	<b>0,062</b>	-0,006	0,006	0,002
TOTAL_EQUITY	<b>0,362</b>	<b>0,500</b>	<b>0,492</b>	<b>0,483</b>
TOT_DEBT_TO_TOT_EQY	<b>0,042</b>	<b>0,023</b>	0,000	<b>0,017</b>
LT_DEBT_TO_TOT_EQY	0,020	0,004	-0,002	<b>0,015</b>
NET_DEBT	<b>0,169</b>	<b>0,293</b>	<b>0,141</b>	<b>0,172</b>
BS_LT_BORROW	<b>0,197</b>	<b>0,370</b>	<b>0,294</b>	<b>0,294</b>
BS_ST_BORROW	<b>0,151</b>	<b>0,261</b>	<b>0,159</b>	<b>0,168</b>
TOT_DEBT_TO_TOT_ASSET	0,011	<b>0,143</b>	<b>0,018</b>	<b>0,082</b>
ASSET_TO_EQY	<b>0,064</b>	<b>0,071</b>	<b>0,012</b>	<b>0,021</b>
ENTERPRISE_VALUE	<b>0,331</b>	<b>0,411</b>	<b>0,451</b>	<b>0,429</b>
CF_CASH_FROM_OPER	<b>0,235</b>	<b>0,318</b>	<b>0,253</b>	<b>0,241</b>
IS_EPS	0,011	<b>0,035</b>	0,000	-0,005
SUSTAIN_GROWTH_RT	0,004	0,003		

Si nous analysons les vecteurs propres F1 de nos deux périodes, le constat est identique. Le cosinus carré de score de faiblesse sur le vecteur F1 reste similaire, en passant de 0,257 à 0,245. L'influence de la taille sur le niveau de faiblesse serait identique sur

l'ensemble de la période. À l'inverse, le cosinus carré du score de force passe de 0,113, ce qui est assez faible, à 0,261 en seconde période. La taille de l'entreprise a une influence plus importante sur les actions responsables proactives en seconde période.

Tableau 50 : Cosinus carrés des variables du Vecteur F1 pour les deux périodes

Vecteur F1	1992-2002	2003-2012
Score force	0,113	<b>0,261</b>
Score faiblesse	0,257	0,245
Note RSE globale	0,031	0,000
RENT_BOURSIERE	0,001	0,000
VOLATILITY_60D	0,001	0,031
RETURN_COM_EQY	0,008	0,005
RETURN_ON_ASSET	0,001	0,001
PE_RATIO	0,000	0,000
TOBIN_Q_RATIO	0,001	0,001
HISTORICAL_MARKET_CAP	<b>0,483</b>	<b>0,592</b>
HML	0,026	0,022
NET_INCOME	<b>0,462</b>	<b>0,262</b>
EBIT	<b>0,810</b>	<b>0,628</b>
RETURN_ON_INV_CAPITAL	0,000	0,000
WACC_COST_DEBT		0,001
WACC_COST_EQUITY		0,010
BS_TOT_ASSET	<b>0,874</b>	<b>0,813</b>
ACTIF_NET	<b>0,828</b>	<b>0,809</b>
PX_TO_BOOK_RATIO	0,002	0,000
TOTAL_EQUITY	<b>0,764</b>	<b>0,756</b>
TOT_DEBT_TO_TOT_EQY	0,020	0,001
LT_DEBT_TO_TOT_EQY	0,005	0,000
NET_DEBT	<b>0,650</b>	<b>0,443</b>
BS_LT_BORROW	<b>0,615</b>	<b>0,650</b>
BS_ST_BORROW	<b>0,635</b>	<b>0,544</b>
TOT_DEBT_TO_TOT_ASSET	0,054	0,013
ASSET_TO_EQY	0,054	0,001
ENTERPRISE_VALUE	<b>0,822</b>	<b>0,895</b>
CF_CASH_FROM_OPER	<b>0,339</b>	0,144
IS_EPS	0,053	0,000
SUSTAIN_GROWTH_RT	0,000	

## 2. Entre relation naturelle et opportunisme managérial

Le lien conséquent entre les scores de force, de faiblesse et les variables de taille rend compte de deux réalités bien distinctes dans la considération d'une démarche responsable au sein des firmes.

Il est logique que le niveau de faiblesse soit corrélé positivement à la taille de l'entreprise. En effet, l'activité de l'entreprise générera des externalités négatives proportionnelles à l'intensité et à l'étendue de son activité. Nous pouvons considérer qu'une entreprise de petite taille n'aura qu'un impact relativement faible sur son environnement social. Peu de parties prenantes seront sujettes à des externalités négatives. Les premières parties prenantes touchées seront les employés, les actionnaires et les fournisseurs. Néanmoins, la communauté et l'environnement subiront normalement des retombées limitées. D'autre part, les entreprises de taille plus modeste ne sont pas nécessairement intensément développées à l'internationale. Pour la plupart, elles se contenteront de vendre leurs produits hors des frontières, sans pour autant délocaliser leurs productions à l'extérieur du marché américain. Il est plus aisé pour une firme de petite taille de limiter son impact sur l'environnement, sur les conditions des droits humains et sur le respect des communautés. L'information intéressante ici est la place relativement importante du score de faiblesse au sein du vecteur propre F1. Le lien entre le score de faiblesse et la taille de l'entreprise se révèle important et constant dans le temps. Ainsi, les faiblesses sont inhérentes aux firmes qui ont fortement développé leurs activités. Une diminution de ces faiblesses conjointement à une augmentation des actifs de l'entreprise suppose un effort important pour l'entreprise.

Le niveau de force reflète une réalité bien différente. Son évolution dans le temps et son importance limitée en première période suggèrent un niveau de force choisi en seconde période. Nous présumons qu'un niveau minimum d'actions responsables est nécessaire pour piloter l'entreprise, ou du moins compenser les externalités négatives subies par les parties prenantes. Certaines activités ne permettent pas de limiter les faiblesses de l'entreprise sur un territoire donné. Il est alors nécessaire pour la firme de consentir à un minimum d'actions responsables proactives, celles-ci étant susceptibles de limiter d'éventuelles tensions avec les parties prenantes. Cependant, entre 2003 et 2012, les corrélations entre les variables de taille et le score de force augmentent sensiblement. Cette évolution laisse penser que le développement des considérations responsables a eu un impact significatif sur la prise en

compte des actions responsables proactives au sein des grandes entreprises. Nous pourrions y voir ici une forme d'opportunisme managériale. Les actions responsables seraient ici un moyen de faire correspondre les activités de la firme avec la mode actuelle. Il s'agirait de connaître les raisons de cette augmentation. La stratégie responsable pourrait se faire dans une perspective d'amélioration de l'image de marque, d'une prise en compte plus forte des parties prenantes ou encore liée à une volonté d'enracinement du dirigeant. L'amélioration du score de force peut être alors considérée comme bénéfique pour un investisseur ou au contraire une dépense déraisonnable des ressources financières de l'entreprise. Il est nécessaire de reconsidérer le lien entre le niveau de responsabilité et la performance financière des firmes.

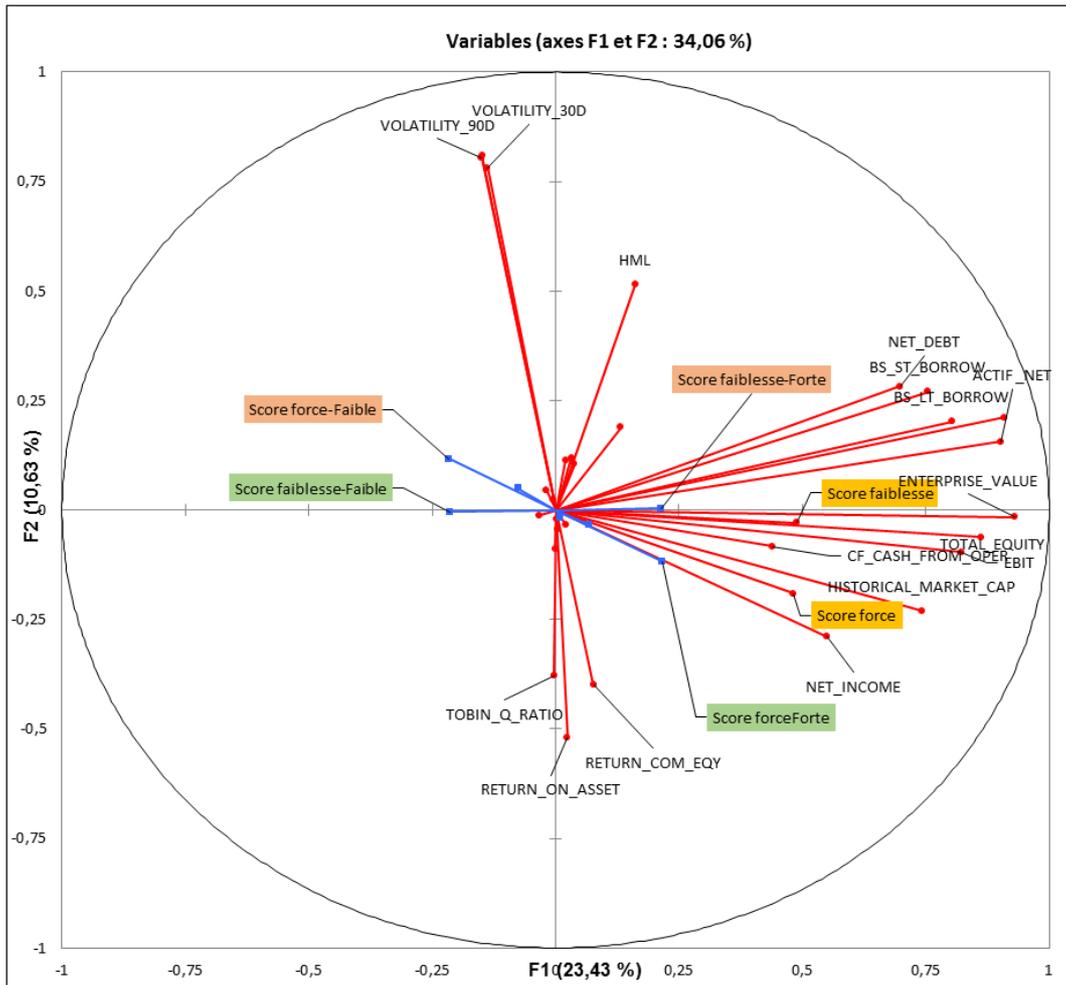
## B. Les actions responsables, conséquence des excès de *cash-flows*

### 1. Un résultat net déterminant

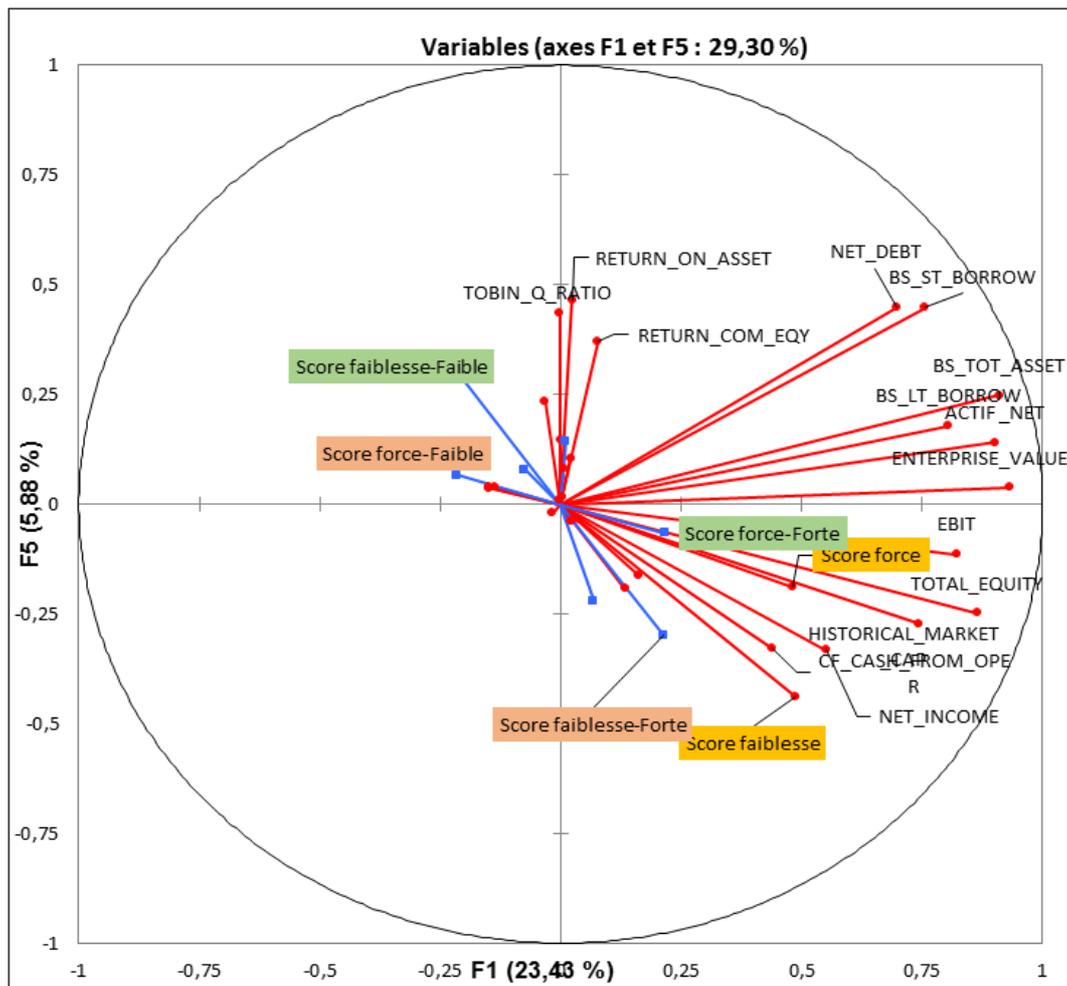
Les différentes représentations de l'Analyse en Composante Principale (ACP) relatent une forte proximité entre le score de force des entreprises et les variables relatives aux résultats et aux *cash-flows* dégagés suite aux opérations de l'entreprise. Ce constat est visible sur l'ensemble de la période allant de 1992 à 2012. Une première analyse du tableau de corrélation confirme ces observations. En effet, la corrélation entre le score de force et le résultat net est de 0,332, de 0,374 pour le résultat d'exploitation et de 0,262 pour les *cash-flows* issus des opérations de l'entreprise.

Si nous analysons les plans de l'ACP, les vecteurs propres F1 et F2 corroborent ce constat. Le cosinus carré de la variable forces (0,269) justifie d'une position vraisemblablement correcte sur ce plan F1-F2. Les critères liés au niveau de disponibilités c'est-à-dire le résultat net, le résultat brut d'exploitation et les *cash-flows* d'exploitation sont raisonnablement bien positionnés. Le plan F1-F5 confirme la précédente observation.

Graphique 11 : ACP axe F1-F2 pour la période globale

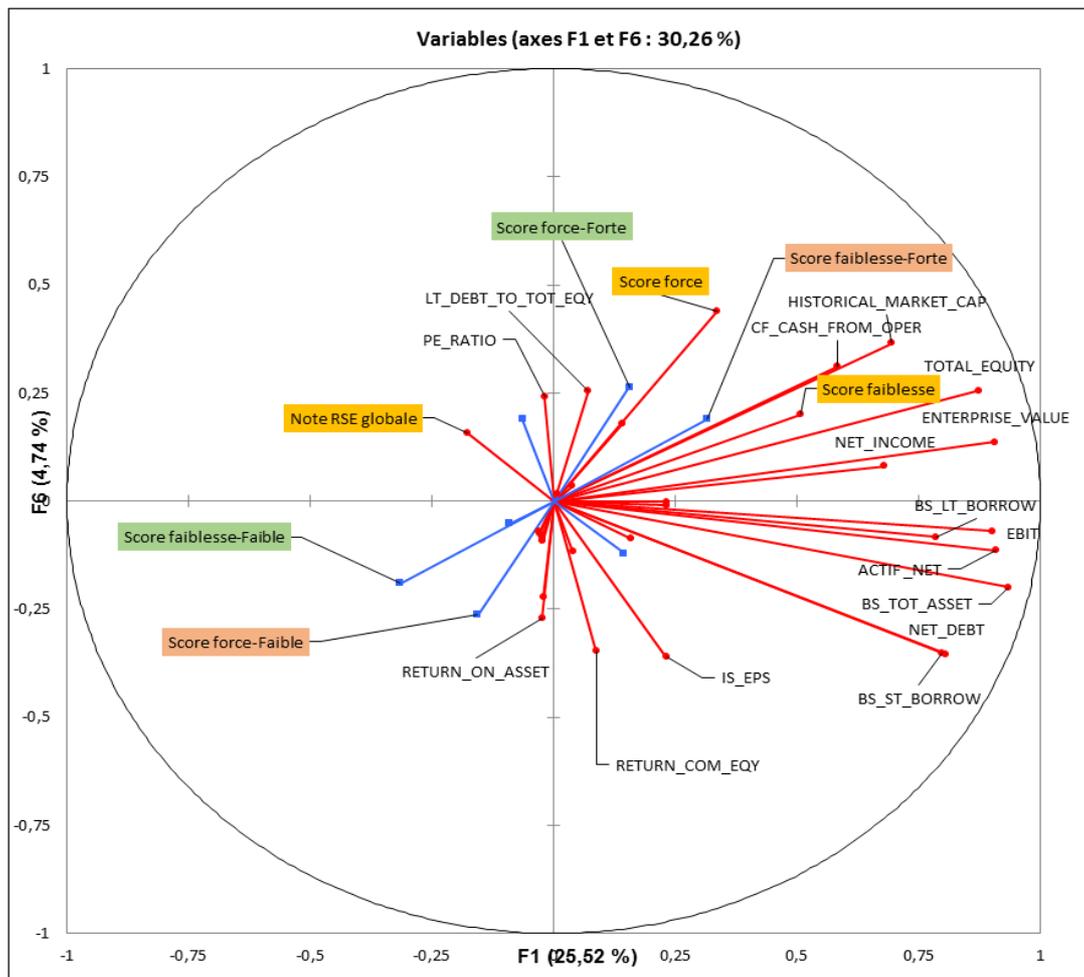


Graphique 12 : ACP axe F1-F5 pour la période globale

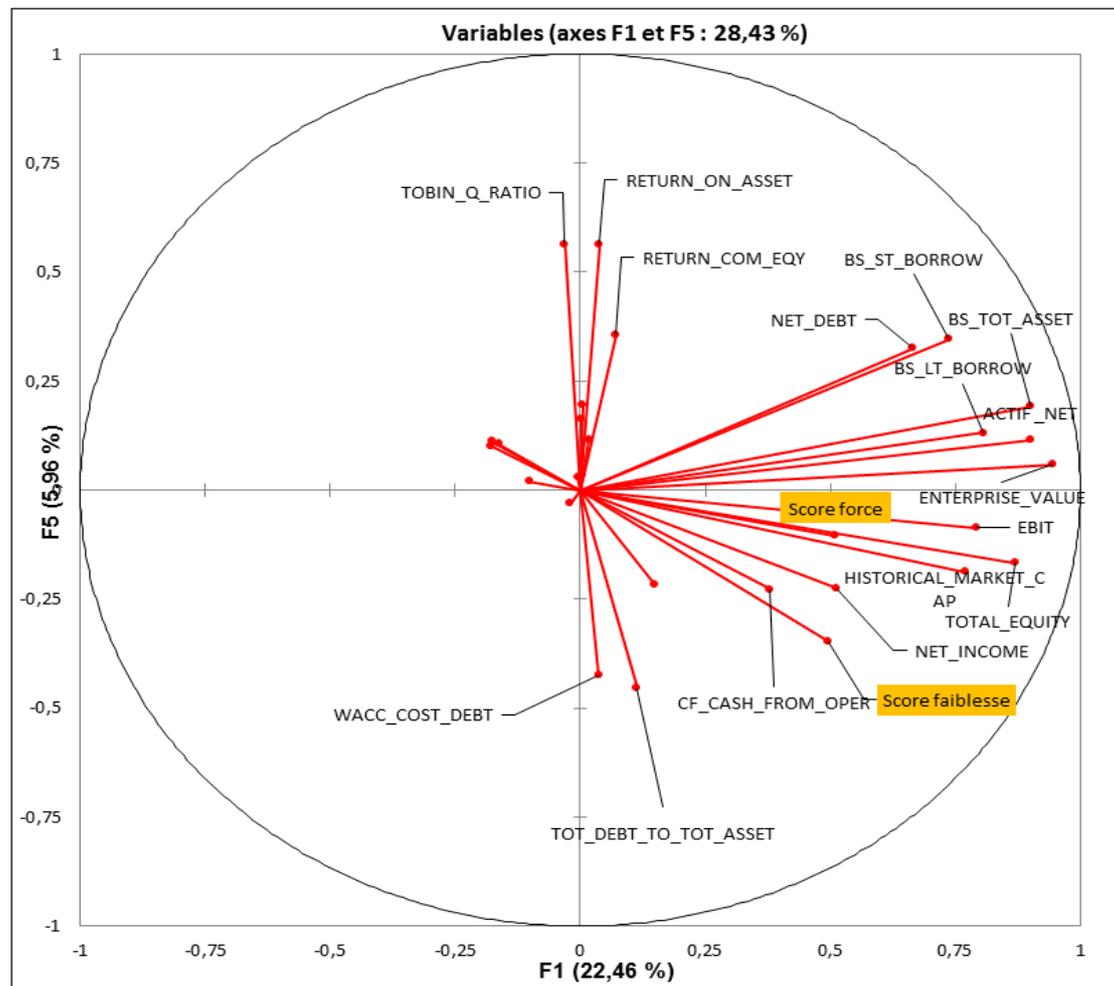


D'autre part, la distinction par période expose une homogénéité dans la relation entre le résultat net et le score de force. De 1992 à 2002 le plan F1-F6 de l'ACP, caractérisé par le niveau de force (cosinus carré de 0,306), le résultat net (0,469), le résultat d'exploitation (0,815) et les *cash-flows* d'exploitation, manifeste d'une corrélation significative entre le score de force et les bénéfices dégagés. Le plan F1-F5 pour la période 2003-2012 montre un lien plus important du niveau de force et des variables liées aux bénéfices relativement à la première période. Les cosinus carrés sont légèrement moindres mais relativement importants avec 0,272 pour le score de force, 0,312 pour le résultat net, et 0,635 pour le résultat d'exploitation. Le score de force est clairement en lien avec ces deux variables. Ainsi, il semble exister une corrélation positive importante entre le niveau de force et le bénéfice ou les *cash-flows* d'exploitation. Ce lien est d'autant plus important durant la seconde période.

Graphique 13 : ACP axe F1-F6 pour la période 1992-2002



Graphique 14 : ACP axe F1-F5 pour la période 2003-2012



Plusieurs explications théoriques peuvent expliquer ces résultats. Tout d'abord, notre seconde période contient un nombre plus important de valeurs issues des deux-mille-cinq-cents plus grandes entreprises américaines, à la différence de la première période qui est essentiellement composée des valeurs du S&P 500. Il est probable que les entreprises du S&P 500, du fait de leur exposition médiatique plus importante, soient contraintes de réaliser des actions responsables. L'article de Rojas et *al.* (2009) a démontré l'impact de l'activisme responsable sur les grandes entreprises. Mis à part ces entreprises ciblées, celles moins connues semblent mettre en place une démarche responsable à condition de disposer de revenus suffisants pour réaliser des investissements n'étant pas en lien direct avec l'activité de l'entreprise. Durant la première période, ce lien est plus faible car le niveau de force pourrait être subi par les managers des firmes ciblées par les activistes. Le déploiement de mesures responsables est alors nécessaire à la poursuite de l'activité de l'entreprise. Elles ne dépendraient pas intégralement du niveau de ressources disponibles.

Ensuite, il est difficile d'établir une causalité entre le niveau de force et le niveau de *cash-flows* ou du résultat net. Au vu des résultats, nous orientons notre analyse vers une approche par la « *slack resources theory* » (Waddock et Graves, 1997). Le niveau de force serait déterminé par la quantité de *cash* disponible par l'entreprise. Le manager pourrait ainsi utiliser cet excédent de ressources afin d'améliorer la situation de l'entreprise vis-à-vis de ses différentes parties prenantes. L'excédent de ressource peut également être utilisé à destination d'une partie prenante particulière, suite à des pressions exercées par cette dernière. L'excédent de ressources peut faire l'objet d'une stratégie d'enracinement du dirigeant. Dans ce dernier cas, le niveau de force s'assimilera à un coût d'agence. Le score de force sera comparable à un signal négatif pour un investisseur soucieux d'obtenir un retour sur investissement. Nous supposons que la manière dont cette ressource est employée dépend grandement de la structure de l'organisation. Ces effets sur la performance financière seront dépendants des spécificités de la firme.

D'autre part, la théorie du cercle vertueux ne cherche pas à déterminer le point de départ de la relation entre performance financière et niveau de responsabilité. De ce fait, si la démarche responsable fut impulsée par l'apparition de surplus, le niveau de responsabilité devrait à son tour générer des revenus supplémentaires. Ce lien est justifiable au travers des théories des organisations. Celles-ci supposent une possible amélioration de la productivité des employés et la diminution des obstacles dans l'activité quotidienne de l'entreprise. Si cette relation est respectée, nous devrions alors observer un lien positif entre le niveau de force et la rentabilité de l'entreprise.

## 2. Les caractéristiques du lien entre niveau de force et rentabilité

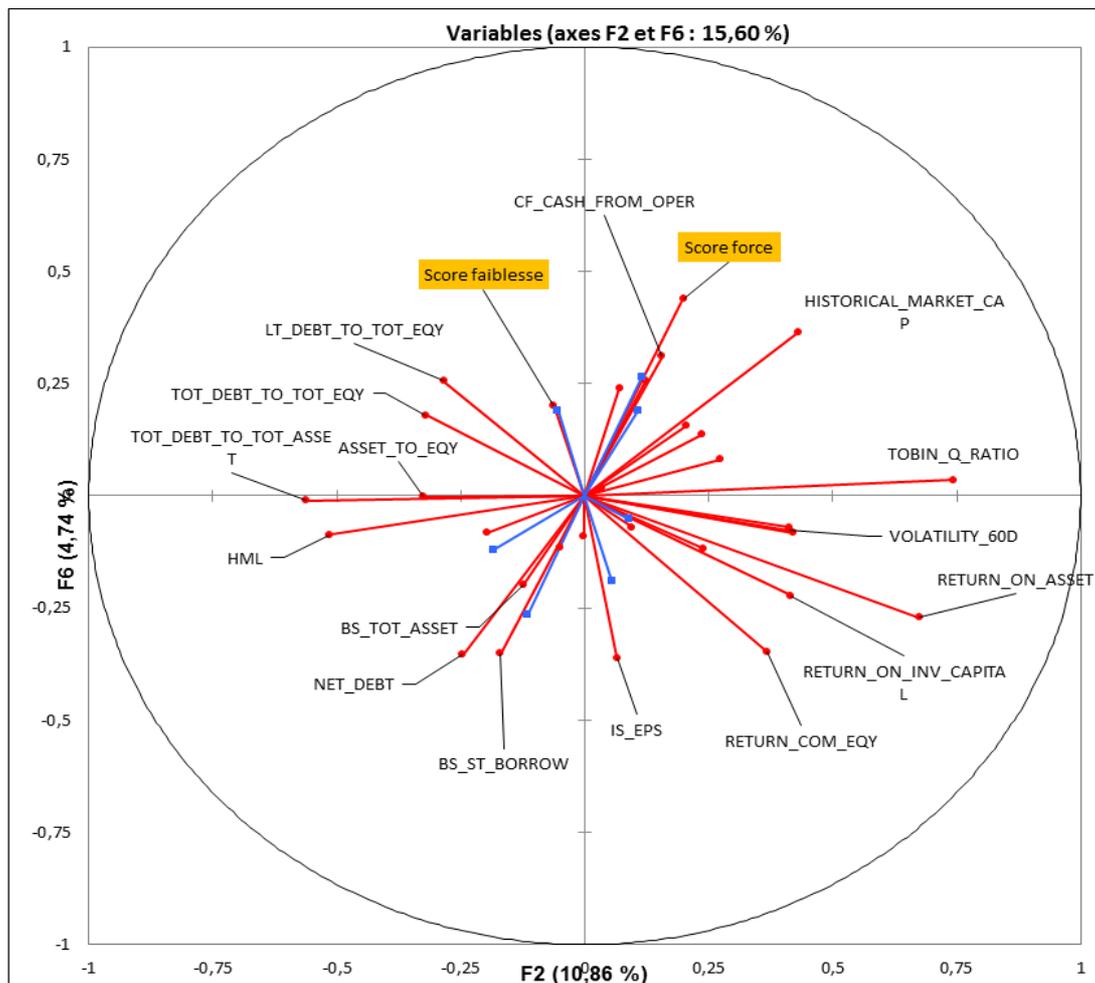
La rentabilité de l'entreprise est ici appréciée au travers du *Return On Asset* (ROA), *Return On Equity* (ROE) ainsi que du Tobin's Q. L'ACP révèle un lien très faible entre le score de force et les variables de rentabilité. Pour le plan F1-F2<sup>268</sup> sur l'ensemble de la période, le score de force est proche des variables de rentabilité. Ce constat est similaire sur le plan F1-F2 entre 1992 et 2002. L'axe F2-F6 sur la même période limite la relation entre le score de force et le niveau du ROA. Cependant, le score de force semble assez proche du

---

<sup>268</sup> Graphique 11.

Tobin's Q. Cette dernière observation est également vraie sur l'axe F1-F2. Concernant la période 2003-2012, le constat est identique pour l'ensemble des variables de rentabilité. D'autre part, sur l'axe F1-F5 entre 2003 et 2012, le Tobin's Q semble plus faiblement lié au niveau de force. Le tableau des corrélations témoigne du même constat. Effectivement, la corrélation entre le score de force et le Tobin's Q est de 0,102 sur la première période mais diminue à 0,021 sur la seconde. Les corrélations entre le score de force et le ROE-ROA sont néanmoins semblables sur l'ensemble des périodes.

Graphique 15 : ACP axe F2-F6 pour la période 1992-2002



La valeur supérieure du Tobin'Q en première période suppose que la mise en place d'une démarche responsable proactive a amélioré la perception de l'entreprise par le marché. Ce constat semble se dissiper en seconde période. Cette observation confirme que le niveau de force en première période permettait à l'entreprise de faire face aux pressions des parties prenantes. Le score de force est alors perçu comme bénéfique pour l'entreprise, ce qui peut participer à l'amélioration de la valeur de la firme sur le marché durant la première période.

Néanmoins, en deuxième période, le niveau de force perd de son incidence sur la valeur de marché. Cette observation peut se justifier par une forme concave de la relation entre les dépenses responsables et la valeur de la firme, (Barnea et Rubin, 2010)<sup>269</sup>. En effet, lorsque le niveau de responsabilité dépasse un certain seuil, son impact sur la performance financière est moindre.

Ensuite, la relation entre le niveau de force et le niveau de rentabilité n'est pas manifeste. Le tableau des corrélations relate un lien positif entre le score de force et le ROE (0,090), ROA(0,058) et Tobin's Q(0,050). Cependant, même si ces corrélations sont significatives, elles restent relativement faibles. Les caractéristiques de l'entreprise semblent déterminer le sens de la relation. L'ACP nous révèle les caractéristiques de ce lien, relativement à l'ensemble des variables retenues. Il nous est alors possible d'interpréter la relation par rapport au regroupement de critères déterminants. Les résultats nous renseignent quant aux informations indispensables pour un investisseur lors de l'élaboration d'un portefeuille de valeurs responsables et performantes.

Nous avons répertorié les différents axes composés d'un score de force significatif et de variables de rentabilité significatives. La corrélation positive ou négative est alors étudiée relativement aux autres variables caractérisant les entreprises. Nous observons quatre cas relatifs à une relation positive, trois cas relatifs à une relation négative et deux plans ne permettant pas d'apporter de réponses significatives. Les plans sont étudiés sur la période complète et également sur la période 2003-2012. Cette dernière nous permet d'observer les variables relatives au coût moyen pondéré de la dette et du capital.

Nous pouvons extraire quatre caractéristiques générales permettant de conclure à une amélioration ou une détérioration de la rentabilité par l'augmentation du niveau de force. Le détail des caractéristiques est présent dans le tableau 51. Nous mentionnerons ici les caractéristiques divergentes qui déterminent le sens de la relation.

Tout d'abord, les entreprises de grande taille caractérisées par un niveau de volatilité faible, un score de force fort et des résultats élevés seront susceptibles de connaître une augmentation de la rentabilité suite à une augmentation du niveau de force. Deux explications sont possibles vis-à-vis de ces résultats. Dans un premier temps, le score de force permettrait de diminuer le niveau de volatilité donc le niveau de risque de l'entreprise. Cette limitation

---

<sup>269</sup> Barnea, A., & Rubin, A. (2010) *op. cit.*, p.72.

des imprévus améliorerait ainsi la performance financière. Il est alors nécessaire que le score de force ait une influence visible sur le niveau de volatilité, ce qui n'est pas toujours le cas. Il est également possible que l'augmentation du score de responsabilité se fasse dans une entreprise préalablement dotée d'un niveau de volatilité faible. Dans ce cas, il n'y aurait pas d'impact direct sur la volatilité. Néanmoins, cela indiquerait une démarche de long terme dans le but d'attirer des employés de qualité. Le niveau de force serait aussi l'écho d'une très bonne santé de l'entreprise.

D'autre part, il est également possible que le niveau de force améliore la rentabilité en présence d'une forte volatilité. Il s'agit d'entreprises à forte volatilité et dont les niveaux des résultats nets et des résultats d'exploitation sont faibles. Cependant, le montant des dettes par rapport au niveau des actifs est relativement faible dans ces entreprises, ce qui suppose un coût moyen pondéré de la dette mécaniquement plus faible. Nous présumons que l'apport d'une démarche responsable ne serait vraisemblablement pas le résultat d'une utilisation de ressources en surplus et permettrait une diminution du coût de la dette. La démarche responsable se révèle être un moyen pour limiter son coût d'endettement malgré une volatilité importante. Il est en effet difficile pour certaines entreprises de limiter leur volatilité du fait même de la nature de leurs activités.

La démarche responsable proactive peut être également synonyme de baisse de rentabilité pour l'entreprise. La première possibilité est liée à un niveau faible du total de *cash-flows* d'exploitation alors que l'entreprise dispose d'un résultat net suffisant. Ainsi, malgré des rentrées d'argent faibles, le résultat net est important, ce qui traduit une limitation des dépenses superflues de par le coût qu'impliquent les démarches responsables, leurs mises en place diminueraient la rentabilité des actifs et du capital. La marge de manœuvre est relativement faible pour le manager au vu du faible montant des *cash-flows* d'exploitation.

Le score de force est également négativement lié à la rentabilité de l'entreprise lorsque que le coût moyen pondéré de la dette est élevé. Dans un même temps, la firme dispose d'un résultat net, d'un résultat d'exploitation et de *cash-flows* d'exploitation importants. Dans ce cas, nous supposons que les surplus dégagés par l'activité devraient essentiellement être investis dans la limitation du niveau de dette afin de diminuer son coût. Les dépenses de responsabilité seraient alors superflues et non rentable.

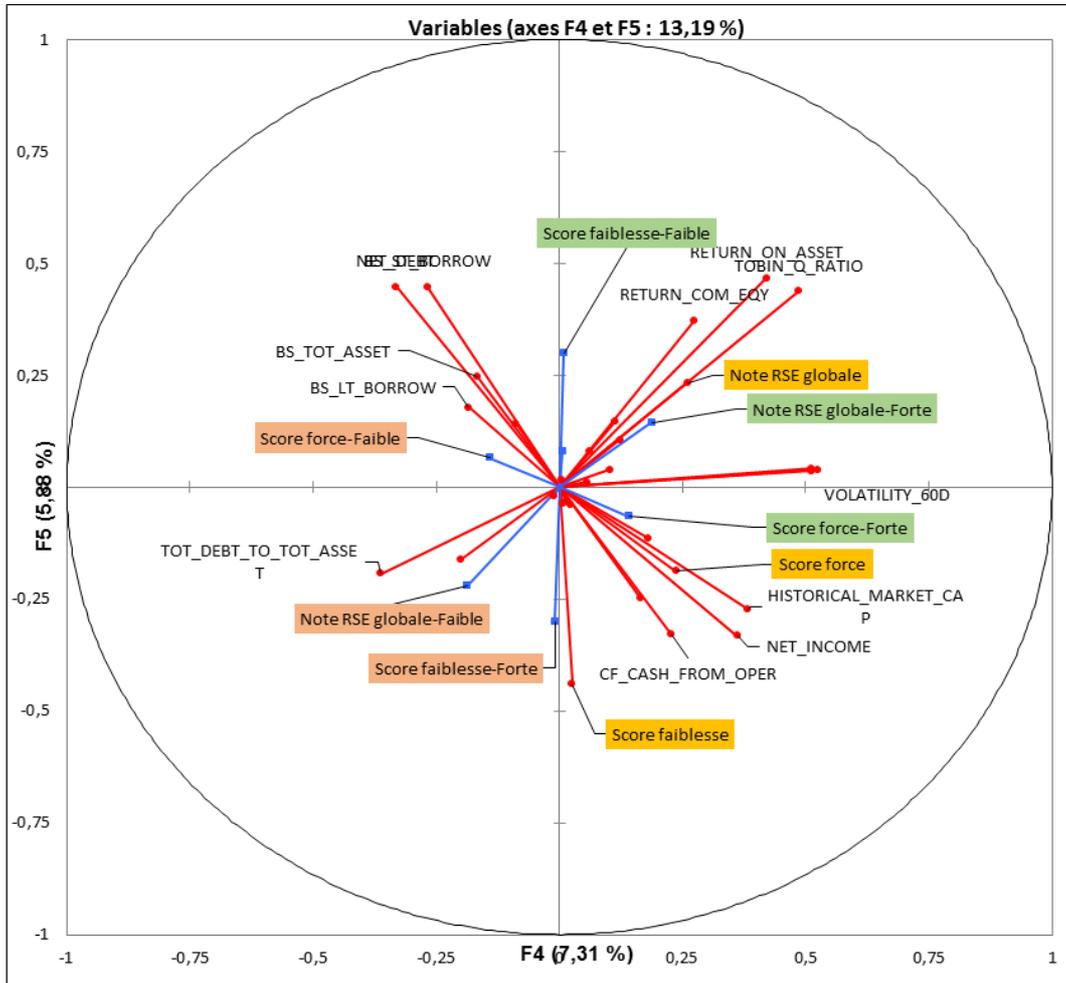
À l'image de la théorie du cercle vertueux, nous ne cherchons pas à connaître le point de départ qui donne lieu à une corrélation positive ou négative entre le score de force et de faiblesse. L'utilisation des ressources en surplus dans une stratégie responsable est bien souvent le résultat de processus de décision complexes relatifs aux managers ou à la dimension historique et sociale de l'entreprise. Nous proposons ici de suivre des critères susceptibles d'aboutir à un choix d'entreprises responsables et performantes. Ces spécificités des firmes laissent supposer qu'il est préférable de faire une sélection par les actifs que par l'utilisation d'un facteur responsable dans la détermination du portefeuille. Une bonne connaissance de l'organisation et de sa forme est primordiale dans la performance des stratégies responsables.

Tableau 51 : Caractéristiques définissant le lien entre le score de force et la rentabilité

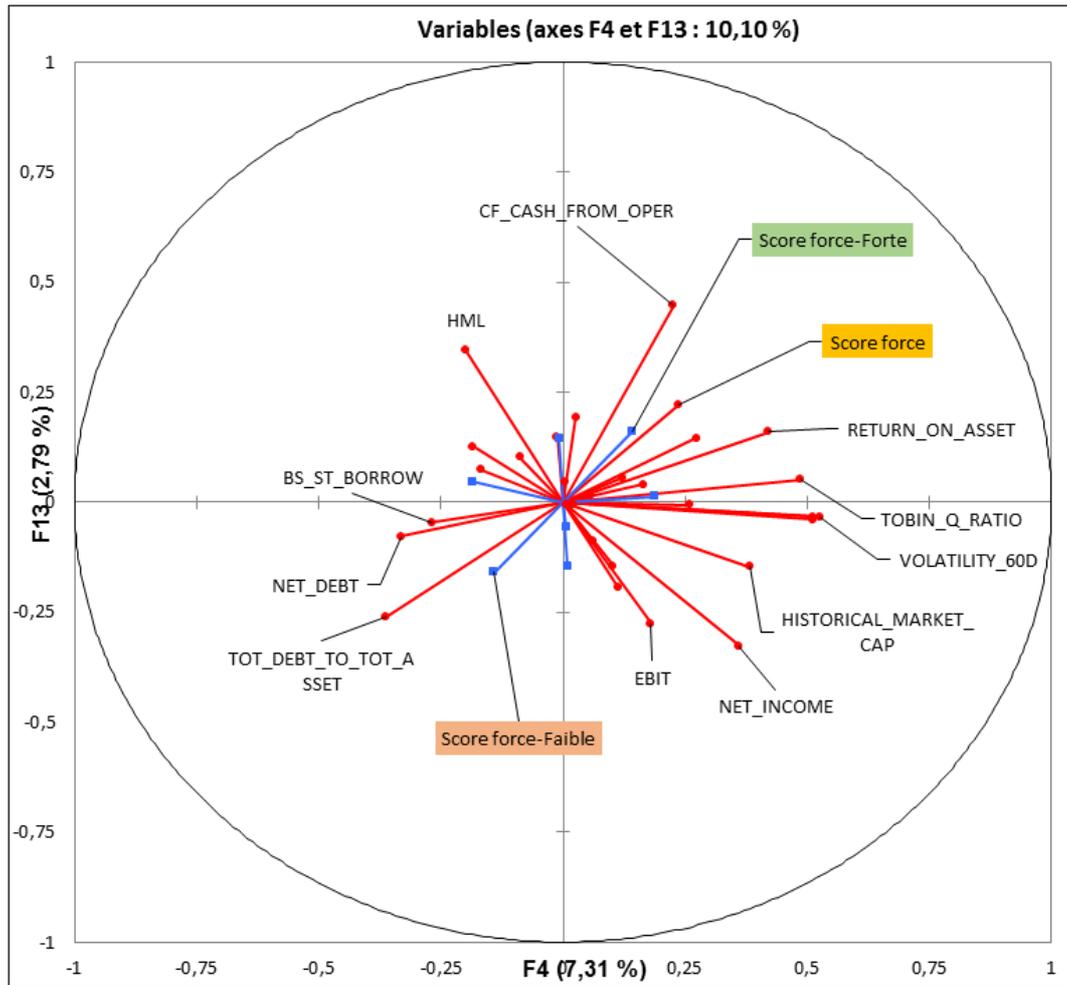
<b>Lien positif entre score de force et rentabilité</b>		
Période	Caractéristiques des entreprises	Plan
Période globale	- Taille importante - Volatilité faible - Résultat net et résultat d'exploitation importants - Dette nette et dette à court terme faibles	F1-F2
	- Volatilité forte - Montant des dettes sur les actifs faibles (ce qui sous-tend un coût de dette faible) - Résultat net et résultat d'exploitation plus faibles - Dette nette et dette court terme faibles	F4-F13
Période 2003-2012	- Taille importante - Volatilité faible - Coût moyen pondéré du capital faible - Résultat net et résultat d'exploitation importants	F1-F2
	- Volatilité faible - Dette nette et dette court terme faibles - Le coût de la dette faible. - Résultat net et résultat d'exploitation importants	F2-F4
<b>Lien négatif entre le score de force et les mesures de rentabilité</b>		
Période globale	- Taille importante - Résultat net et résultat d'exploitation importants - Dette nette et dette court terme faibles	F1-F5

	<ul style="list-style-type: none"> <li>- <i>Cash</i> d'exploitation faible</li> <li>- Résultat net élevé</li> <li>- Dette nette et dette court terme également plus faibles</li> </ul>	F5-F14
Période 2003- 2012	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Taille importante</li> <li>- Dette nette et dette court terme plus faibles</li> <li>- Coût moyen pondéré de la dette élevé</li> <li>- Résultat net et résultat d'exploitation importants</li> </ul>	F1-F5
<b>Lien faible voire nulle dont difficilement interprétable</b>		
Période globale	<p>Les résultats de ces deux axes montrent un plan dans lequel il est difficile d'établir une relation. D'autre part, le cosinus carré de score est trop faible pour émettre une conclusion.</p>	F4-F5
Période 2003- 2012		F4-F5

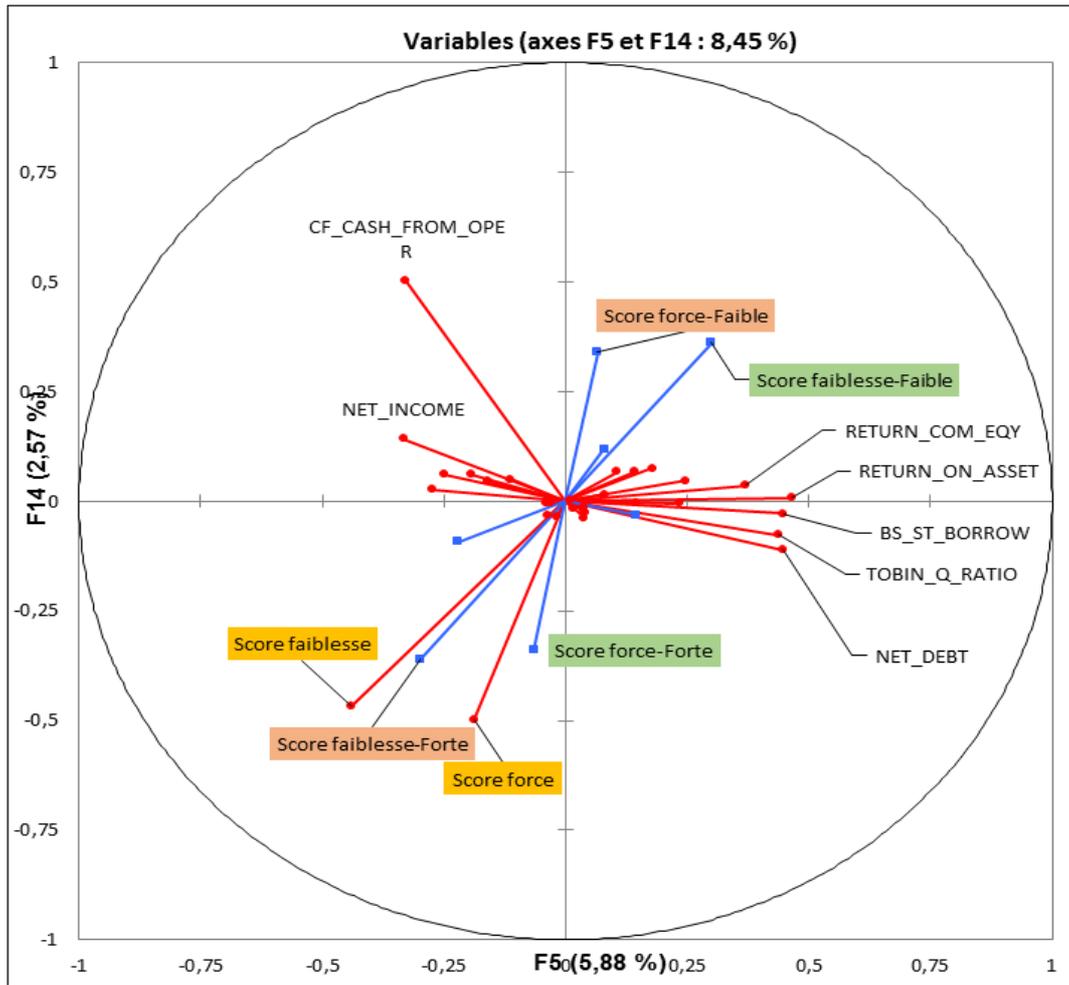
Graphique 16 : ACP ace F4-F5 pour la période globale



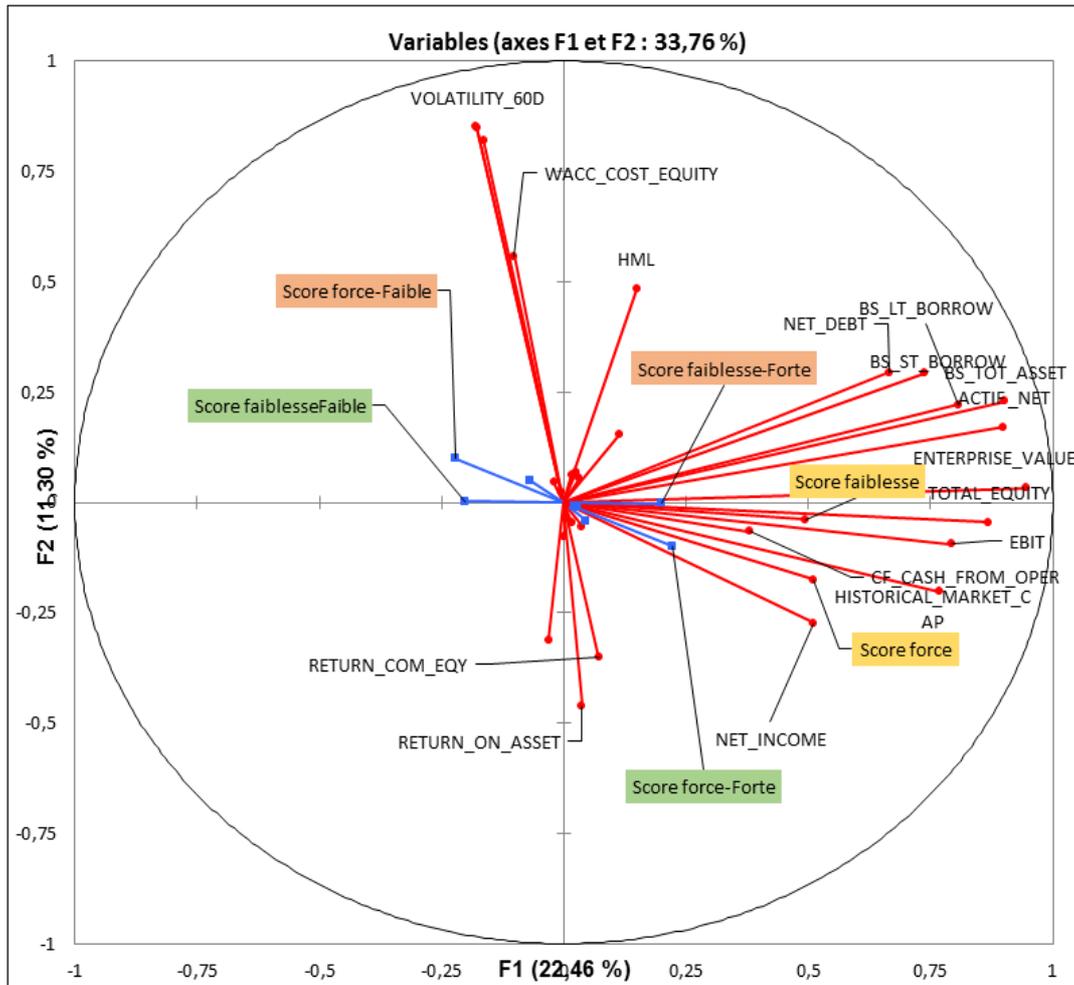
Graphique 17 : ACP axe F4-F13 pour la période globale



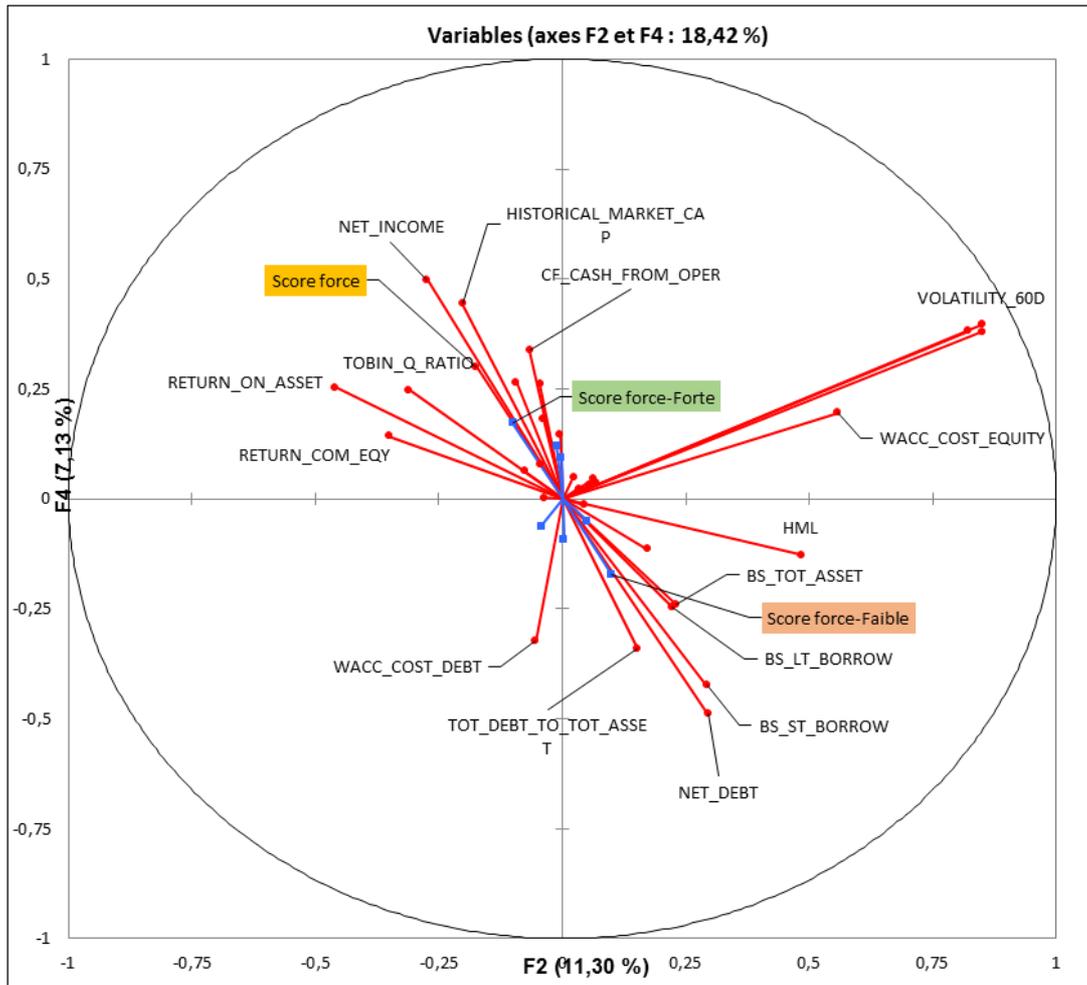
Graphique 18 : ACP axe F5-F14 pour la période globale



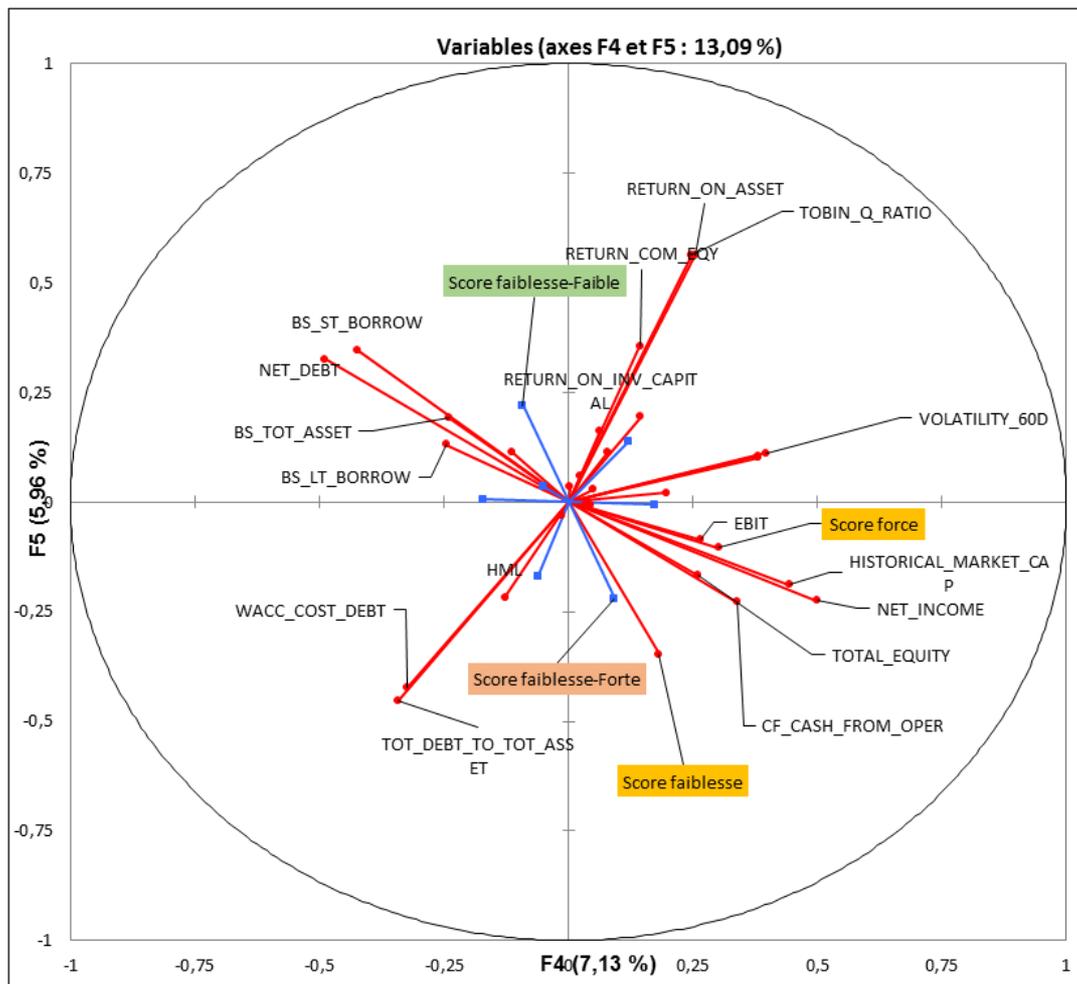
Graphique 19 : ACP axe F1-F2 pour la période 2003-2012



Graphique 20 : ACP axe F2-F4 pour la période 2003-2012



Graphique 21 : ACP axe F4-F5 pour la période 2003-2012



## C. Les actions irresponsables au regard du niveau de revenu et de la rentabilité

### 1. L'irresponsabilité génératrice de résultats mais pas de rentabilité

L'analyse du tableau de corrélation expose un lien fortement positif entre le score de faiblesse et le résultat net (0,298), le résultat d'exploitation (0,386) et les *cash-flows* d'exploitation (0,260). Ces corrélations évoluent très peu entre nos deux périodes. Sur l'ensemble de la période, nous observons une corrélation positive entre le score de faiblesse et ces trois variables. Ce lien positif et significatif est vraisemblablement la conséquence d'une

activité importante de l'entreprise. Il est fortement probable que la recherche de maximisation des profits engendre une augmentation mécanique des externalités négatives. De plus, le non-respect de certaines règles éthiques permet l'ouverture vers de nouveaux marchés. Cela peut générer d'importants surplus dans les résultats. D'autre part, la non-limitation des faiblesses au sein d'un processus de production, d'exploitation ou de vente permet de limiter les coûts. En effet, il est onéreux pour une entreprise de respecter certaines normes responsables. Cela nécessite des contrôles supplémentaires et des formations accrues.

Néanmoins, il est nécessaire d'évaluer la question de la rentabilité. La présence de la firme sur des marchés irresponsables permet de répondre au maximum d'opportunités. Cependant, il n'est pas certain que ces activités soient plus rentables. L'augmentation des faiblesses peut être relativement coûteuse de par le risque supérieur qu'elle impute aux activités de la firme.

L'analyse globale de la période relate une relation négative entre le score de faiblesse et les variables de rentabilité. Tout d'abord, le plan F1-F2 suggère un lien positif ou du moins nul. Néanmoins, le cosinus carré du ROA (0,271), du ROE (0,166) et du Tobin's Q (0,143) restent assez faibles. L'axe F1-F5 disposant d'un cosinus carré supérieur pour les faiblesses (0,432), relate un lien fortement négatif entre le niveau d'irresponsabilité et la rentabilité. Ce constat est identique sur l'axe F4-F5 qui présente relativement de forts niveaux de cosinus carrés pour nos variables observées. Le niveau du Tobin'Q semble également sensiblement plus fortement négatif sur l'axe F5-F13, ce qui corrobore le tableau de corrélation des variables. Il se manifeste une corrélation de -0,079 entre le score de faiblesse et le Tobin'Q contre seulement -0,040 pour le ROA.

Quelle que soit la période, le score de faiblesse impacte négativement le niveau de rentabilité sur nos trois indicateurs. Cependant, nous observons pour la période 2003-2012 un impact plus négatif sur le Tobin'Q par rapport à la période précédente, et par rapport au ROA. Ce constat s'observe sur les plans F1-F5 et F2-F5. La comparaison des plans F1-F2 des deux périodes manifeste que l'impact négatif du score de faiblesse est de moindre importance durant la deuxième période. En effet, les plans F1-F2 relatent un impact négatif du score de faiblesse sur le ROA entre 1992 et 2003, alors qu'il apparaît positif sur ce plan entre 2003 et 2012.

L'analyse des corrélations entre les deux périodes suppose également une prise en compte plus importante du Tobin'Q sur la deuxième période. À l'image du score de force, le score de faiblesse est jugé négativement par les investisseurs. Une entreprise qui semble avoir un niveau important de faiblesses est moins valorisée par le marché vis-à-vis de son coût de remplacement de ses actifs. Néanmoins, le score de faiblesse ne semble pas avoir un impact si négatif sur la rentabilité durant la deuxième période. Il existe alors une différence entre la perception des investisseurs et les rentabilités observées.

## 2. Les caractéristiques influentes du lien

Le lien entre le score de faiblesse et les variables de rentabilité est assez évident. Le tableau 52 relate les caractéristiques des firmes connaissant une relation positive ou négative entre le score de faiblesse et les variables de rentabilité. Il apparaît que sur les sept plans de l'ACP, le lien se révèle globalement négatif. Il est cependant observable que la relation est positive sur un plan identique à nos deux périodes.

Nous observons un cas d'entreprise où un score fort de faiblesse impacte positivement la rentabilité de l'entreprise. Ces entreprises disposent d'une capitalisation boursière forte, un résultat net fort et un résultat d'exploitation élevé. Cependant ces firmes sont caractérisées par une volatilité relativement faible. Nous supposons que les firmes disposant d'une volatilité faible n'ont pas intérêt à limiter leur niveau de faiblesse. Au contraire, ces firmes peuvent se permettre de prendre plus de risques et de ne pas faire cas de leurs externalités négatives vis-à-vis des parties prenantes. Une volatilité faible est également synonyme d'un coût moyen du capital faible. Ces deux éléments relèvent de firmes disposant d'un coût moyen pondéré global faible. Il est alors avantageux de prendre plus de risques, afin d'accroître sa rentabilité par une augmentation des faiblesses. Cependant, le lien positif observé reste relativement faible.

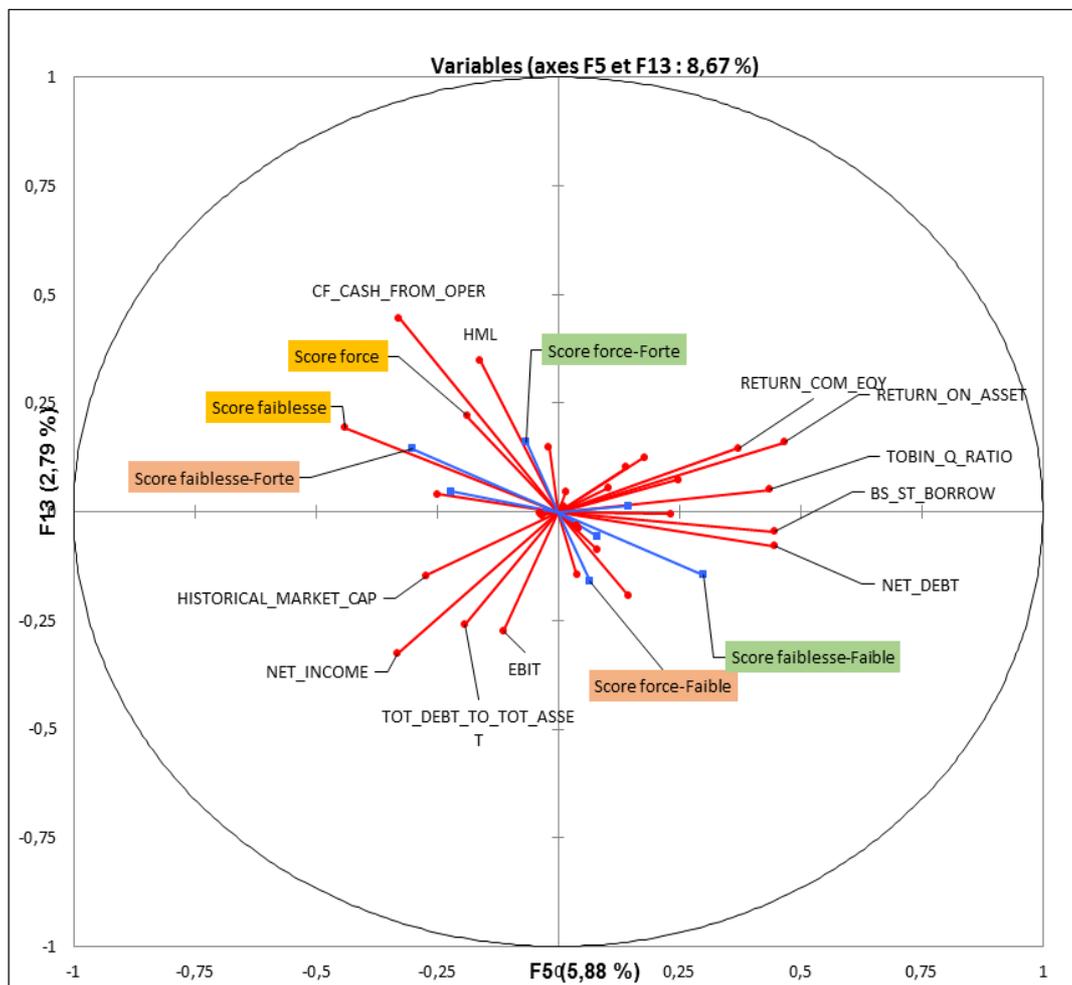
Enfin, nous remarquons qu'un niveau élevé du coût moyen de la dette est une caractéristique commune aux entreprises qui connaissent un lien négatif entre leur score de faiblesse et la rentabilité. Le niveau de faiblesse augmenterait le coût de l'endettement et diminuerait la rentabilité des opérations de l'entreprise. La différence observée entre l'évolution du Tobin's Q et le ROA suggère une perception de la rentabilité par les

investisseurs biaisé par rapport à la rentabilité effective de l'entreprise. De ce fait, il est intéressant d'analyser les critères relatifs aux risques et aux coûts des investissements.

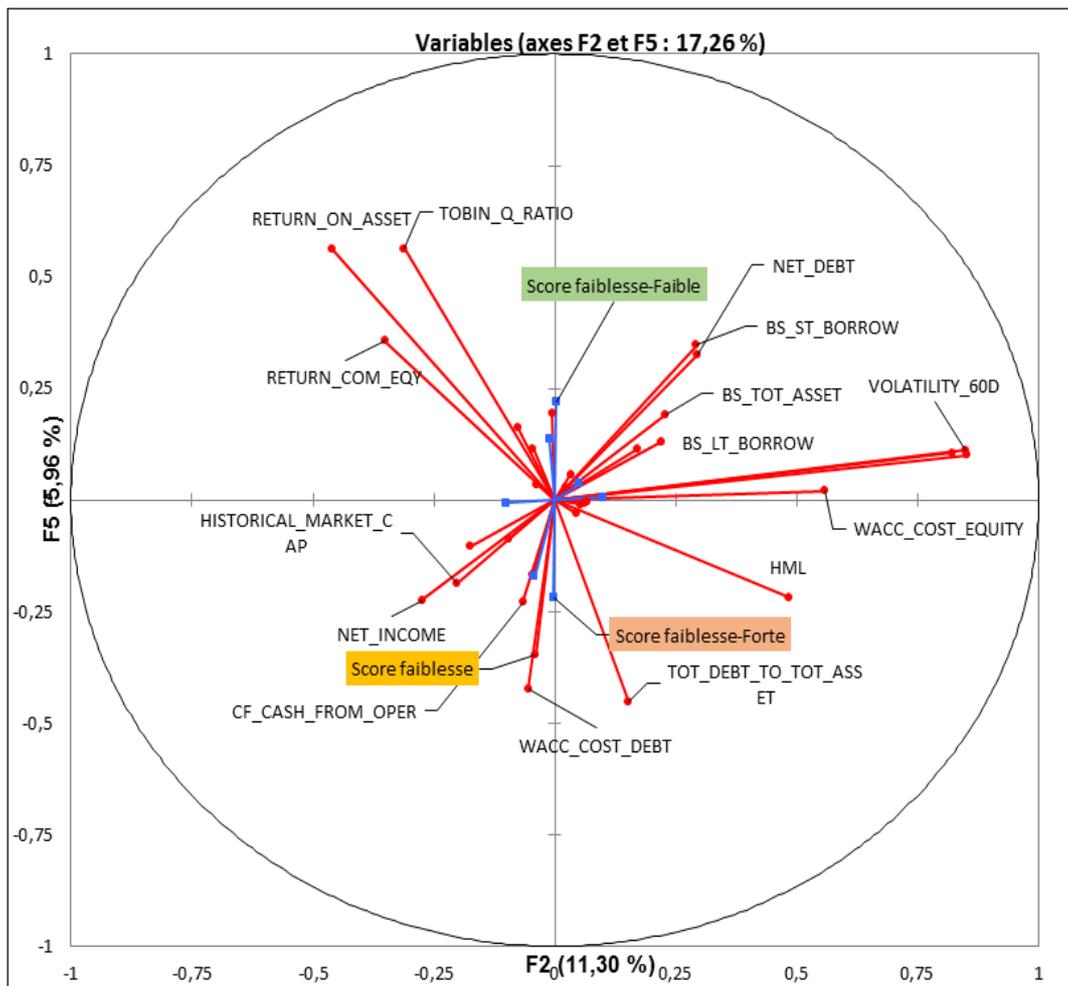
Tableau 52 : Caractéristiques définissant le lien entre le score de faiblesse et la rentabilité

<b>Lien négatif entre score de faiblesse et rentabilité</b>		
Période	Caractéristiques des entreprises	Plan
Période globale	- Taille importante - Résultat net et résultat d'exploitation importants - Dette nette et dette court terme plus faibles	F1-F5
	- Volatilité moyenne - Résultat net et résultat d'exploitation importants - Dette nette et dette court terme plus faibles	F4-F5
	- Dette nette et dette court terme faibles - Résultat net et résultat d'exploitation	F5-F13
	- <i>Cash-flows</i> d'exploitation faibles - Résultat net important - Dette nette et dette court terme faible	F5-F14
Période 2003-2012	- Taille importante - Résultats nets, résultat d'exploitation et <i>cash-flow</i> d'exploitation importants - Coût moyen pondéré de la dette élevé	F1-F5
	- Dette nette et dette court terme faibles - Coût moyen pondéré de la dette important - Résultat net important - Capitalisation boursière importante	F2-F5
	- Résultat net, résultat d'exploitation et <i>cash-flows</i> d'exploitation importants - Dette nette et dette court terme faibles - Coût moyen pondéré de la dette élevé - Volatilité moyennement forte	F4-F5
<b>Lien positif entre le score de faiblesse et la rentabilité</b>		
Période globale	- Taille importante - Une volatilité faible	F1-F2
Période 2003-2012	- Dette nette et dette court terme faibles - Résultat net et résultat d'exploitation élevés - Une capitalisation boursière forte	

Graphique 22 : ACP axe F5-F13 pour la période globale



Graphique 23 : ACP axe F2-F5 pour la période 2003-2012



## D. Les effets de la responsabilité sur le risque et sur le coût d'endettement

### 1. La relation indirecte entre volatilité et niveau de responsabilité

Une grande part des recherches relatives à la RSE impute un impact important de la responsabilité sur la volatilité des entreprises. Nous avons pu observer que le niveau de volatilité pouvait être une des caractéristiques essentielles dans la relation entre le niveau de responsabilité et la rentabilité. Il ne semble cependant pas exister de rapport direct entre responsabilité et volatilité.

Sur l'ensemble de la période, l'observation des corrélations entre la volatilité et le score de force et de faiblesses relate une corrélation négative. Cette relation négative entre le niveau de force et le niveau de volatilité (-0,134 pour la volatilité à 60 jours) semble corroborer les théories positives de la responsabilité. Ainsi, l'augmentation de la responsabilité limitera le risque.

L'analyse dissociée des périodes révèle qu'entre 1992 et 2002 la corrélation est non significative (0,011), alors qu'elle devient significative et conséquente en seconde période (-0,148). Le même constat est observable pour le score de faiblesse qui manifeste une corrélation négative avec le niveau de volatilité (-0,056). La même évolution entre les périodes est visible, en passant de 0,003 à -0,072. L'analyse des axes de l'ACP est essentielle à la compréhension du rapport entre le niveau de responsabilité et la volatilité. Sur l'ensemble des vingt vecteurs propres les plus représentatifs de notre ACP globale, aucun des vecteurs ne manifeste dans sa composition d'une présence notable du score de faiblesse conjointement au niveau de volatilité. Le niveau de force est légèrement plus présent, mais insuffisamment pour établir une relation importante. Il ne semble pas exister d'impact direct entre ces deux variables. La relation ne peut par conséquent être qu'indirecte.

La faible relation entre le niveau de volatilité et les variables de responsabilité suggère que l'impact de la volatilité est conditionné aux autres variables du modèle. La mise en perspectives avec l'ensemble des variables génère des combinaisons de caractéristiques susceptibles de créer un lien avec la responsabilité. Une relation forte avec le coût moyen pondéré du capital est à questionner. Ce dernier est en effet fortement corrélé au niveau de volatilité (0,456) entre 2003 et 2012. Nous pouvons alors considérer que le poids de ce couple va générer un lien positif ou négatif. En effet, le coût moyen pondéré du capital est négativement corrélé au score de force (-0,049), ce qui corrobore les précédentes observations sur la volatilité. Néanmoins, la corrélation du score de faiblesse avec le coût moyen pondéré du capital est positive. L'augmentation des faiblesses suppose alors une augmentation de la rentabilité demandée par les investisseurs, du fait d'une augmentation du risque. Ce résultat est théoriquement plus acceptable que la corrélation négative obtenue précédemment avec la volatilité. L'analyse des axes de l'ACP sur la période 2003-2012 ne fait pas apparaître de relation importante. Néanmoins, le vecteur F6 relatif au niveau de responsabilité globale a pour seconde variable la plus influente le coût moyen pondéré du capital (0,015), après le coût moyen pondéré de la dette (0,115). Cette influence est très modeste mais témoigne toutefois

d'une interaction. Ces résultats confirment les conclusions existantes de Bauer, Derwall, et Hann (2009), Sharfman et Fernando (2008).

## 2. Un coût moyen pondéré de la dette limité par les approches responsables

Notre deuxième période d'analyse, qui s'étend entre 2003 et 2012, nous permet d'observer la variable relative au coût moyen pondéré de la dette. Nos précédentes observations ont révélé que l'impact positif du niveau de la responsabilité sur la rentabilité était déterminé par l'importance du coût de la dette. L'examen des différents plans de l'ACP révèle un impact majoritairement négatif du score de force sur le coût moyen pondéré de la dette. Seul l'axe F1-F5 suppose un lien positif entre ces deux variables. Cette dernière observation est liée aux firmes de grande taille, aux bénéficiaires importants, mais dont la rentabilité est faible. Dans ce cas, nous supposons que les dépenses responsables seraient stériles dans l'amélioration de la performance de l'organisation. Elles pèseraient sur la rentabilité, ce qui ne permettrait pas de diminuer le coût de la dette.

D'autre part, sur l'ensemble des plans étudiés, le score de faiblesse est positivement corrélé au coût moyen pondéré de la dette. Ce constat est d'autant plus flagrant sur le plan F2-F5 de la période 2003-2012. Le vecteur F6 a pour variable la plus influente après le score de force et de faiblesse le niveau de dette dont le cosinus carré est égal à 0,115. Malgré un cosinus carré faible, la variable du coût moyen pondéré est la seule réellement influente sur cet axe, ce qui prouve une relation notable. Le tableau des corrélations pour la période 2003-2012<sup>270</sup> confirme les observations des plans. Le niveau de force est corrélé négativement avec le coût moyen pondéré de la dette (-0,049) alors que le niveau de faiblesse est corrélé positivement (0,030).

Ainsi, une démarche responsable proactive, c'est-à-dire par une augmentation du score de force, est susceptible de diminuer le coût moyen pondéré de la dette de l'entreprise. A contrario, un fort niveau de faiblesse est synonyme d'une augmentation du coût moyen de la dette. Cette conclusion confirme les résultats obtenus par El Ghoul et *al.* (2011), Goss et Roberts (2011).

---

<sup>270</sup> Tableau 53.

Une dernière observation peut être réalisée. Sur l'ensemble des caractéristiques traitant des firmes ayant des scores de responsabilité et d'irresponsabilité importants, nous avons remarqué un niveau de dette nette et de dette à court terme généralement plus faible. Ces deux dernières variables sont effectivement très proches sur l'ensemble des plans de l'ACP observés, quelle que soit la période analysée. La proximité de ces deux variables suppose un niveau de dettes court terme supérieur aux dettes de long terme au sein de l'organisation. Nous observons pour les plans F1-F2 et F1-F5 de la période globale une proximité plus importante des variables responsables par rapport au niveau de dette à long terme. Le tableau des corrélations confirme cette observation. Nous obtenons pour le score de force une corrélation de 0,283 avec les dettes de long terme contre 0,160 pour les dettes de court terme. Le constat est identique concernant le score de faiblesse, les corrélations sont respectivement de 0,304 et 0,183. Ainsi, Les entreprises connaissant un niveau de force ou de faiblesse élevé se caractérisent par des dettes de long terme relativement plus importantes que le montant de leurs dettes court terme.

L'analyse globale nous révèle un important effet taille qui se renforce pour le score de force en seconde période. Les niveaux de forces et de faiblesses se révèlent fortement corrélés au résultat de l'entreprise. Cependant, la relation positive entre niveau de responsabilité et la rentabilité est dépendante des caractéristiques de l'entreprise. Enfin, le coût de l'endettement semble un élément déterminant dans cette relation. Ces résultats confirment les conclusions de Barnea et Rubin (2010)<sup>271</sup>. Si des groupes de caractéristiques sont susceptibles de modifier la relation entre le niveau de responsabilité et la performance de l'entreprise, nous pouvons supposer que la nature des secteurs peut également justifier de modification dans la relation.

## E. L'analyse multicritère par secteur

Une analyse par secteur peut nous permettre de mieux définir le type d'entreprises susceptibles d'obtenir une amélioration de la performance financière par l'amélioration de leur responsabilité. Nous supposons que la nature du secteur sur lequel évolue la firme peut conditionner l'intérêt d'une approche responsable. Nous analyserons le maximum de variables disponibles. Pour ce faire nous étudions les données des secteurs entre les années 2000 et 2012. Nous pourrions alors observer les variables relatives au coût moyen pondéré du capital et de la dette. Certains secteurs relatent également le niveau de *goodwill* de

---

<sup>271</sup> Barnea, A., & Rubin, A. (2010). *op. cit.* p.84.

l'entreprise. Nous analyserons tout d'abord les différences par secteur relativement au score de force puis relativement au score de faiblesse. Pour chacune de ces parties, nous observerons l'impact sur les variables liées à la rentabilité, au résultat net et d'exploitation, au coût moyen pondéré du capital, au coût moyen pondéré de la dette ainsi qu'au niveau de dette nette et de *goodwill*. Nous aborderons ces différences par le biais des tableaux de corrélations et également au travers des vecteurs propres de l'ACP. Ces derniers nous permettent de faire part de situations spécifiques relatives aux autres variables présentes dans le plan. Cet outil est utile lorsque les corrélations ne sont pas significatives. La non significativité est souvent preuve de firmes de différentes natures aux résultats hétérogènes.

Tableau 53 : Corrélation entre le score de force et les variables

Corrélation score de force								
	Global	Minier	Prod. Indus.	Transp.	Vente au détail	Vente en gros	Finance	services
Volatilité	-0,148	-0,103	-0,174	-0,168	-0,133	-0,066	-0,040	-0,058
ROE	0,089	0,021*	0,145	0,002	0,027*	-0,021*	0,020*	0,046
ROA	0,062	0,034*	0,088	<b>-0,057</b>	0,050	-0,008*	<b>-0,092</b>	0,073
Tobin's Q	0,021	-0,003*	0,041	<b>-0,102</b>	0,104	-0,013*	<b>-0,094</b>	0,096
Net	0,332	0,246	0,388	0,161	<b>0,331</b>	0,134	0,178	0,354
EBIT	0,382	0,410	0,411	0,343	<b>0,359</b>	0,259		0,451
Cash	0,253	0,528	0,480	0,421	0,346	0,121	0,139	0,467
WACC	-0,049	<b>-0,190</b>	0,009*	-0,114	-0,071	-0,101	<b>-0,139</b>	-0,055
WACC	-0,090	-0,093	-0,147	-0,162	-0,082	-0,038*	<b>0,097</b>	0,022*
Net dette	0,141	0,346	0,142	0,447	0,278	0,189	0,466	<b>-0,279</b>
Goodwill					0,206	0,278		0,364

\* résultat non significatif

Tableau 54 : Cosinus carré du score de force et faiblesse par secteur

Cosinus carré sur l'axe F1 relatif à la taille		
	Force	Faiblesse
Global	0,261	0,245
Minier	0,367	0,370
Production industrielle	0,346	0,332
Transport, communication et fournisseurs d'énergie	0,288	0,320
Vente au détail	<b>0,148</b>	<b>0,472</b>
Vente en gros	0,108	0,090
Finance	<b>0,417</b>	0,410
Service	0,313	<b>0,074</b>

## 1. L'incidence du score de force relativement aux secteurs

### a) *Les effets relatifs à la rentabilité*

Le niveau de force influence de diverses manières la rentabilité des entreprises en fonction des secteurs. Un haut niveau de force impactera positivement la rentabilité des firmes évoluant sur le secteur de la production industrielle, de la vente au détail et du secteur des services. Nous pouvons cependant spécifier la corrélation non significative du score de force sur le secteur de la vente au détail en ce qui concerne le ROE. En effet, le secteur de la vente au détail montre une corrélation non significative entre le niveau de force et celui du ROE. La non significativité est le résultat de différences dans la relation en fonction des caractéristiques de la firme.

Tableau 55 : Caractéristiques des entreprises sur le secteur de la vente au détail définissant la relation entre le score de force et le ROE

Lien entre le score forces et le ROE			
<b>Secteur de la vente au détail</b>	Relation positive		
	- Taille importante	F1-F2	42,93 %
	- Volatilité faible		
	- Coût moyen pondéré du capital faible		
	- Taux de croissance soutenable faible mais positif		
	Relation négative		
	- Taille importante	F1-F5	35,29 %
	- Volatilité faible		
- Faible coût de la dette du fait d'un tot_debt_to_asset faible			
- Le niveau de force est plus éloigné des nets			
- Volatilité faible	F2-F5	17,35 %	
- Coût moyen pondéré du capital faible			
- Coût moyen pondéré de la dette faible			
- Taux de croissance soutenable faible			
- Volatilité forte	F4-F5	11,27 %	
- Coût moyen pondéré de la dette faible			
- Taux de croissance soutenable faible			

Au sein du secteur de la vente au détail, le tableau récapitulatif de la relation entre le niveau de force et le niveau du ROE révèle l'importance de la variable « *sustain\_growth\_rate* ». Cette variable est relative au taux de croissance maximum que l'entreprise peut endosser sans devoir emprunter pour financer de nouveaux actifs. Sur ce secteur, les entreprises détenant un taux élevé sont caractérisées par un score de force favorisant l'augmentation de la rentabilité du capital. A contrario, un taux faible est en défaveur d'une stratégie responsable proactive. Sur ce secteur, il apparaît préférable d'investir les disponibilités de la firme directement dans les actifs tangibles plutôt que dans une démarche responsable.

D'autre part, le niveau de force impacte négativement le secteur des « transports, communication et fournisseurs d'énergie » et le secteur financier. Pour ces entreprises le

choix d'une stratégie responsable proactive sera à considérer comme un coût pour la firme. En effet, nous supposons que dans ces filières, les coûts engendrés par une démarche responsable seront supérieurs à l'amélioration de la rentabilité de la firme.

Enfin, les secteurs miniers et de la vente en gros affichent des corrélations non significatives avec les variables de rentabilité. Les plans de l'ACP semblent confirmer cette non corrélation. L'orthogonalité du vecteur force avec ceux des variables de rentabilité ne nous permet pas de réaliser de conclusions complémentaires sur cette relation. Ce constat est valable pour les deux secteurs. Le coût de la RSE serait alors égal aux gains engendrés. Ce résultat confirme les considérations d'un impact nul de la responsabilité sur les variables de rentabilité pour McWilliams et Siegel (2001).

Si le lien entre le niveau de force et le niveau de rentabilité révèle une certaine hétérogénéité, la corrélation du niveau de force avec le résultat net et le résultat d'exploitation est globalement fortement positive. En effet, l'ensemble des corrélations prouve un lien positif et significatif entre le score de force et le niveau du résultat net et du résultat d'exploitation sur l'ensemble des secteurs. Nous relèverons cependant que le secteur des « transports, communication et fournisseurs d'énergie » détient la corrélation la plus faible (0,161). Les plans F1-F7 et F7-F9 du secteur révèlent une orthogonalité des vecteurs relatifs au score de force et du niveau du résultat net. Les résultats laissent penser que cette différence est due au niveau du coût moyen pondéré de la dette. Il semblerait que les entreprises connaissant un coût d'endettement plus faible ont également un score de force supérieur et ce indépendamment du niveau du résultat net. Dans ce cas, nous supposons qu'une stratégie proactive en matière de responsabilité n'est pas la conséquence de revenu en excès mais d'une stratégie de limitation du coût de la dette.

#### *b) Les effets relatif au coût moyen pondéré de la dette*

Le niveau de force des entreprises se révèle fortement et négativement corrélé au coût moyen pondéré de la dette. Il semble limpide que le niveau de responsabilité apporte un gain significatif pour l'entreprise. Il permet en effet de limiter le coût de la dette. Ce constat rejoint les conclusions de l'analyse globale. Le niveau de force d'une firme peut alors être un moyen de signifier aux détenteurs d'obligations d'une diminution du risque. Du moins, la difficulté pour les obligataires de diversifier leur niveau de risque les incite à récompenser les démarches responsables des firmes. Les corrélations les plus significatives valent sur le

secteur minier (-0,190) et financier (-0,139). Seul le secteur de la production industrielle expose une corrélation non significative. Celle-ci peut cependant être étudiée au travers des plans de l'ACP au sein du tableau 56.

Tableau 56 : Caractéristiques des entreprises du secteur de la production industrielle définissant la relation entre le score de force et le coût moyen pondéré de la dette

Lien entre le score forces et le coût moyen pondéré de la dette			
<b>Prod. Industrielle</b>	Relation positive		
	- Taille importante	F1-F6	29,37 %
	- Niveau de dette relativement plus faible (BS_LT (ST)_Borrow)		
	Relation négative		
	- Taille importante	F1-F12	27,70 %
	- Dette nette élevée		
- Rentabilité boursière faible			
- Dette nette élevée	F5-F12	7,85 %	
- Rentabilité boursière faible			

La représentation du plan F1-F6 ne permet pas d'émettre d'hypothèses relatives aux caractéristiques générant un lien positif entre le niveau de force et le coût moyen pondéré de la dette. Toutefois, la corrélation négative semble déterminée par deux caractéristiques majeures sur le secteur de la production industrielle. Nos résultats suggèrent que des entreprises caractérisées par un haut niveau de dette nette et dont la rentabilité boursière est faible connaissent une diminution du coût moyen pondéré de leur dette par une augmentation du score de force. Pour ces entreprises peu rentables sur les marchés et déjà fortement endettées, l'amélioration du niveau de responsabilité serait alors un bon moyen de limiter le coût de leur dette.

### *c) Les effets relatifs au coût moyen pondéré du capital*

Le coût moyen pondéré du capital semble être atténué par l'augmentation du niveau de force sur les secteurs minier, de la production industrielle, de la vente au détail et du secteur des « transports, communication et fournisseurs d'énergie ». Une stratégie responsable proactive semble être appréciée par les investisseurs. Cette considération s'exprime par une

rentabilité exigée du capital plus faible, les investisseurs acceptant une rentabilité moindre au profit d'une responsabilité plus forte. La corrélation est cependant fortement positive pour le secteur financier. Nous supposons que sur ce secteur, l'augmentation du score de force est perçue négativement par les détenteurs d'obligations. La responsabilité pourrait être assimilée à une dépense superflue. La rentabilité exigée serait alors plus importante.

Les secteurs des services et de la vente en gros ne montrent pas de corrélation significative. Concernant le secteur des services, le plan F1-F2 confirme la non-corrélation en affichant une orthogonalité des axes F1 et F2. Le plan F2-F7 relate une relation positive entre le niveau de force et le coût moyen pondéré du capital. Ce lien est spécifique aux entreprises à faible niveau de ROE et possédant un faible taux de croissance soutenable (*sustain\_growth\_rt*). Toutefois, ces entreprises disposent d'un Tobin's Q élevé et d'un coût moyen pondéré de la dette faible.

Concernant le secteur de la vente en gros, le niveau de force peut avoir un impact positif ou négatif sur le coût du capital. Le score de force augmentera le coût moyen pondéré du capital pour les entreprises présentant un coût moyen pondéré de la dette faible mais dont le taux de croissance soutenable est faible. Ces entreprises ont également une rentabilité quelque peu plus faible mais un résultat net important. Ainsi, pour ces firmes, une dépense dans la responsabilité s'assimile à une utilisation des ressources sans stratégie particulière. En effet, le coût de l'endettement est faible et il semble nécessaire d'accroître les actifs au vu du faible taux de croissance soutenable par l'entreprise. Des dépenses de responsabilité seront inutiles et jugées négatives par les détenteurs du capital qui en exigeront une augmentation de la rentabilité exigée.

A contrario, sur ce secteur, lorsque le coût moyen pondéré de la dette est élevé et accompagné d'un bénéfice par action non diluée faible, le score de force diminue le coût du capital. Nous supposons que seules des mesures responsables proactives sont appréciées des apporteurs de capitaux. En effet, les faiblesses déjà limitées ne peuvent abaisser davantage le coût de la dette. L'augmentation des forces peut alors être appréciée comme un levier positif et capable de limiter le coût de l'endettement. D'autre part, la corrélation négative du score de force avec le niveau de volatilité suppose une diminution du coût du capital sur le plan F1-F2. Enfin, le plan F1-F9 ne relate aucune corrélation entre ces variables.

Tableau 57 : Caractéristiques des entreprises du secteur de la vente en gros définissant la relation entre le score de force et le coût moyen pondéré du capital

Lien entre le score forces et le coût moyen pondéré du capital				
<b>Secteur de la vente en gros</b>	Lien positif			
	-	Coût moyen pondéré de la dette faible	F2-F9	19,66 %
	-	Taux de croissance soutenable faible		
	-	ROA ROE plus légèrement plus faible		
	-	Résultat net important		
	Lien négatif			
	-	Taille importante	F1-F2	40,43 %
	-	Volatilité faible		
	-	Coût moyen pondéré de la dette fort	F5-F7	9,37 %
-	Bénéfice par action non dilué faible			
-	Score de faiblesse faible			

#### d) *Les effets relatifs à la dette nette*

Nous observons une spécificité pour le secteur des services concernant le montant de la dette nette. En effet, sur l'ensemble des secteurs, le score de force est fortement corrélé au niveau de la dette nette. Cette relation est majoritairement le résultat de la taille importante de l'entreprise qui a nécessité de forts investissements. Or sur le secteur des services, la corrélation est significativement négative. Cette corrélation est confirmée par les plans F1-F2 ; F1-F7 ; F1-F5 ; F1-F4 du secteur des services.

Nous supposons que ce résultat est lié à la nature de l'activité de service. En effet, les entreprises de services vendent principalement des compétences humaines. Celles-ci ne nécessitent pas d'investissement important et de ce fait d'endettement élevé pour l'entreprise. Une entreprise de service fortement endettée suppose des problèmes dans sa gestion ou sa rentabilité. Le développement d'une stratégie responsable proactive peut sembler alors inutile pour une entreprise qui présente des dettes importantes sur ce secteur. En effet, les détenteurs d'obligations préféreront des entreprises moins endettées car disponibles sur le marché. La possibilité de diversification des détenteurs d'obligations suppose que l'entreprise cherchera à diminuer ses dettes avant d'utiliser le levier de la responsabilité comme moyen de diminution du coût de la dette. Si nous observons la corrélation entre le niveau de dette nette et le coût

moyen pondéré de la dette, cette corrélation est significative et égale à 0,165. A contrario, la corrélation entre le score de force et le coût de la dette est nettement inférieure avec une corrélation de (-0,055). Les entreprises de services n'engageront pas de stratégies responsables si elles se caractérisent par un fort niveau de dette nette.

## 2. L'incidence du score de faiblesse relativement aux secteurs

Tableau 58 : Corrélation entre score de faiblesse et les variables

Corrélation score de faiblesse								
	Global	Minier	Prod. indus	Trans	Vent détail	Vente en gros	Finance	Service
Volatilité	-0,072	-0,045*	-0,087	-0,063	-0,133	0,005*	-0,024	-0,014*
ROE	0,036	0,039*	0,061	<b>-0,038</b>	0,052	-0,065	0,008*	0,035
ROA	-0,019	0,012*	-0,009	-0,060	-0,057	-0,121	-0,010*	-0,031
Tobin's Q	-0,087	-0,066	-0,071	-0,091	-0,082	-0,202	-0,006*	-0,098
Net	0,294	0,272	0,382	0,162	<b>0,524</b>	0,124	0,141	0,126
EBIT	0,388	0,420	0,440	0,391	<b>0,576</b>	0,197		0,236
Cash	0,241	0,449	0,479	0,389	0,433	0,093	0,156	0,252
WACC	0,030	-0,029*	0,043	0,021*	0,075	<b>-0,087</b>	<b>-0,111</b>	0,023*
WACC	-0,002	-0,053	-0,015*	-0,018*	-0,071	<b>0,081</b>	0,114	<b>0,049</b>
Net dette	0,172	0,369	0,213	0,521	0,612	0,189	0,509	<b>-0,031</b>
Goodwill					0,406	0,333		0,206

\*Résultat non significatif

### a) Les effets relatifs à la rentabilité

L'impact du score de faiblesse sur les variables de rentabilité est hétérogène selon la mesure de rentabilité retenue. Il s'avère que le score de faiblesse est négativement corrélé au niveau du Tobin's Q sur l'ensemble des secteurs. Seul le secteur financier montre une corrélation non significative. Ainsi, un niveau de faiblesse élevé serait mal perçu par le marché, ce qui participe à la diminution de la valeur boursière par rapport au niveau de remplacement des actifs de l'entreprise. Seul le secteur financier expose une relation non

significative. Malheureusement, l'ACP implémentée sur ce secteur ne révèle pas de caractéristiques distinctes.

Dans un deuxième temps, le score de faiblesse est négativement corrélé au niveau de ROA sur l'ensemble des secteurs. La diminution des externalités négatives permet à l'entreprise d'améliorer la rentabilité de ses actifs. Une amélioration des conditions de travail pourrait par exemple permettre une meilleure exploitation du matériel de production par les salariés. Une diminution des faiblesses peut également permettre l'ouverture à de nouveaux marchés du fait d'une amélioration de l'image de marque. Ainsi, pour un même montant d'actif, l'activité de la firme augmente. Enfin, il est possible qu'une amélioration de l'allocation des ressources dans l'entreprise dans une logique de réduction des déchets permette une meilleure rentabilité.

Seul le secteur minier et le secteur financier manifestent une corrélation non significative pour la variable ROA. L'ensemble des plans de l'ACP sur ces secteurs suppose une orthogonalité des vecteurs relatifs au niveau de faiblesse et au niveau du ROA. Seul le plan F1-F5 du secteur minier relate une corrélation positive. Ce plan est relatif aux entreprises minières de grande taille caractérisées par un résultat net important et des dettes nettes élevées. De plus, il s'agit d'entreprises présentant un taux élevé de croissance soutenable. Pour ces deux secteurs, il semblerait que les gains engendrés par la diminution des risques de l'entreprise compensent seulement le coût de limitation des externalités négatives. Ces résultats rejoignent les considérations de McWilliams et Siegel (2001). Enfin sur le secteur minier, il n'est pas étonnant qu'une augmentation du score de faiblesse soit susceptible d'améliorer la rentabilité des actifs. En effet, la firme pourra s'ouvrir à un nombre plus important de marchés et de contrats. La limitation des externalités peut supposer des investissements supplémentaires afin d'obtenir des technologies davantage respectueuses de l'environnement. Cependant, le coût supérieur d'équipement ampute la rentabilité des actifs des firmes responsables. De ce fait, une entreprise du secteur minier pourra au mieux compenser ses coûts par une diminution de ses risques. Néanmoins, dans certains cas, il sera plus rentable de ne pas être responsable du fait de la nature de son activité.

D'autre part, concernant le niveau du ROE, les résultats sont plus hétérogènes entre les secteurs. Le score de faiblesse est négativement corrélé au ROE pour le secteur des « transports, communication et fournisseurs d'énergie » et pour le secteur de la vente en gros. Néanmoins, la corrélation est positive pour les secteurs de la production industrielle, de la

vente au détail et des services. Ainsi, pour les premiers secteurs une augmentation des faiblesses diminuera la rentabilité du capital investi. A contrario, une approche irresponsable aura un impact positif sur la rentabilité du capital pour les autres secteurs.

La corrélation est positive mais non significative pour le secteur minier et financier. Encore une fois, cette relation nulle se confirme au sein des axes de l'ACP. Les considérations précédentes relatives au ROA sont identiques pour le ROE sur ces secteurs.

Enfin indépendamment du secteur étudié, le résultat net et le résultat d'exploitation sont corrélés positivement avec le score de faiblesse. Nous noterons toutefois la corrélation très importante sur le secteur de la vente au détail. Nous rejoignons les conclusions de l'analyse globale faite précédemment.

Ainsi, le niveau de faiblesse aura globalement un impact significativement négatif sur la rentabilité des actifs et sur le niveau du Tobin's Q. Seules certaines exceptions concernant le secteur minier et financier viennent limiter cette conclusion. Cependant, l'impact du niveau de faiblesse sur la rentabilité du capital est davantage hétérogène.

#### *b) Les effets relatifs au coût moyen pondéré de la dette*

Si l'impact du niveau de force sur le coût moyen pondéré de la dette semblait assez homogène en fonction des secteurs, il apparaît que le score de faiblesse expose un lien très hétérogène et souvent non significatif. Tout d'abord, le score de faiblesse augmente le coût moyen pondéré de la dette pour le secteur industriel et le secteur de la vente au détail. Ces résultats sont en adéquation avec les théories positives de la responsabilité. L'augmentation des faiblesses augmenterait le risque de l'entreprise. A terme, la rémunération exigée par les détenteurs d'obligations augmente. Ces résultats corroborent les considérations quant à l'accroissement des coûts des contrats d'obligation pour les firmes les moins responsables. Toutefois, pour le secteur de la vente en gros le lien avec le coût de la dette et le score de faiblesse est négatif. Il s'avère alors qu'une attitude irresponsable permette de diminuer le coût d'endettement.

Le secteur minier, le secteur des services et le secteur des « transports, communications et fournisseurs d'énergie » obtiennent une corrélation non significative. L'analyse des plans de l'ACP confirme la corrélation nulle pour le secteur minier. La mise en place d'une démarche responsable sur ce secteur ne semble pas avoir de conséquence sur le

coût de l'endettement. Nous supposons que sur ce secteur très empreint d'externalités négatives, l'augmentation des faiblesses n'est pas une préoccupation essentielle. Néanmoins, le secteur des services et des « transports, communication et fournisseurs d'énergie » font face à des situations différentes selon les plans de l'ACP. Concernant le secteur des « transports, communications et fournisseurs d'énergie » le score de faiblesse semble majoritairement augmenter le coût de l'endettement. Le plan F1-F15 relate une corrélation positive. Les autres plans ne montrent pas de relation clairement négative.

### *c) Les effets relatifs au coût moyen pondéré du capital*

Ensuite, l'impact du niveau de faiblesse sur le coût moyen pondéré du capital est lui aussi hétérogène entre les secteurs. Tout d'abord, le score de faiblesse présente une corrélation négative avec le coût moyen pondéré du capital sur le secteur minier et de la vente au détail. Le sens de la relation peut s'expliquer par un inintérêt des investisseurs pour le niveau d'externalités négatives de l'entreprise. Les dépenses pour limiter les faiblesses de l'entreprise seraient considérées comme inutiles et coûteuses pour l'investisseur. Il s'agirait de dépenses assimilables à des coûts d'agences pour les actionnaires. De ce fait, les investisseurs jugent positif le non-contrôle des externalités négatives et le gratifie par un rendement exigé du capital plus faible. Il conviendrait alors sur ces secteurs d'être irresponsable afin de diminuer son coût du capital.

La relation entre le score de faiblesse et le coût moyen pondéré du capital devient positive pour les secteurs de la vente en gros, le secteur financier et le secteur des services. Sur ces secteurs, les investisseurs exigent une rentabilité supérieure de leur capital investi si le niveau d'irresponsabilité de la firme augmente. L'augmentation des faiblesses de l'entreprise est assimilable à une augmentation des risques pour les investisseurs. Ainsi, la rentabilité exigée de leurs capitaux augmente du fait de leurs aversions aux risques. Il peut alors se révéler intéressant pour une entreprise sur ces secteurs de limiter les externalités négatives, afin de diminuer le coût moyen de son capital.

La corrélation est cependant non significative pour les secteurs de la production industrielle et des « transports, communication et fournisseurs d'énergie ». L'analyse des plans de l'ACP révèle que sur le secteur de la production industrielle, une augmentation des faiblesses se concrétise par une augmentation du coût du capital, pour des entreprises dont le niveau de dette nette est important et dont la rentabilité boursière est faible. La faible

rentabilité boursière aurait pour conséquence qu'une augmentation du risque soit perçue comme néfaste et dangereuse pour l'entreprise, sachant que cette dernière est caractérisée par un niveau de dette nette important. De ce fait, les investisseurs seront sensibles à la limitation des faiblesses et exigeront une plus grande rémunération de leurs capitaux, si le risque lié à la responsabilité augmente. Cependant, si le niveau de dette est faible, alors le lien entre le niveau de faiblesse et le coût du capital sera alors nul.

Tableau 59 : Caractéristiques des entreprises du secteur de la production industrielle définissant la relation entre le score de faiblesse et le coût moyen pondéré du capital

Lien entre le score de faiblesse et le coût moyen pondéré du capital				
Secteur de la production industrielle	Relation positive			
	-	Entreprise avec un niveau de dette nette important		
	-	et dont le coût pondéré de la dette est relativement faible	F6-F12	7,49 %
	-	La rentabilité boursière est également faible		
	-	et dont l'IS _earning per share est faible		
	Relation négative			
	-	Entreprise de grande taille,	F1-F2	35,76 %
	-	dont la rentabilité est relativement faible		
Relation nulle				
-	Niveau de dette faible	F15-F16	3,94 %	
-	Tobin's Q relativement élevé			

#### d) Les effets relatifs au goodwill

Nous disposons également d'un nombre relativement restreint de plans d'ACP contenant la variable relative au niveau de *goodwill* de l'entreprise. Seuls les secteurs de la vente au détail, de la vente en gros et des services disposent de cette variable dans notre base de données. Nous observons qu'indépendamment du secteur étudié, le score de force et le score de faiblesse sont positivement corrélés au niveau de *goodwill*. Godfrey, Merrill, et Hansen (2009) relatent un possible effet positif de la responsabilité sur le niveau de *goodwill*. Cependant, si la corrélation positive du *goodwill* avec le niveau de force est en accord avec cette théorie, la corrélation positive avec le niveau de faiblesse l'est moins. Qui plus est, nous

observons une corrélation plus importante pour le niveau de faiblesse sur le secteur de la vente en gros et de la vente au détail. Il est difficile d'accepter cette relation positive entre le niveau de responsabilité et le niveau de *goodwill*.

Tableau 60 : Sens de la corrélation entre les variables et les scores de forces et de faiblesses

Corrélation	Forces			Faiblesses		
	+	-	neutre	+	-	neutre
Rentabilité	Prod. Indus. ; vente au détail ; services	Transp. ; financier	Miniers ; vente en gros*		Tous sauf Financier	Financier*
Wacc debt		Tous	Prod indus*	Prod indus et vente détail	Vente en gros ; financier	Minier ; services* ; transport*
Wacc equity	financier	Minier ; prod indus ; vente détail ; transport	Services et vente en gros*	Vente en gros ; financier	Minier ; vente détail	Prod indus* ; transport*
<i>Goodwill</i>	Vente au détail ; Vente en gros ; services			Vente au détail ; vente en gros ; services		
Nette dette	Tous sauf services	Services		Tous sauf service	Services	

\* Situations spécifiques

Notre analyse révèle qu'une démarche responsable n'aura pas le même impact selon le secteur d'activité de l'entreprise. Sur la majorité des secteurs, les stratégies responsables sont bénéfiques pour la rentabilité. D'autre part, un haut niveau de force permettra le plus souvent de diminuer le coût de la dette. Cette affirmation est cependant moins évidente pour le niveau de faiblesse. Globalement, le niveau de force permettra de diminuer le coût du capital. Nous relèverons toutefois la relation particulière du secteur financier pour lequel les démarches responsables conduisent à des réactions négatives sur la performance financière. En effet,

l'amélioration du score de force se traduit par une diminution de la rentabilité et une augmentation du coût du capital. De même, un haut niveau de faiblesse ne diminuera la rentabilité que dans certains cas. Enfin, nous relevons la spécificité du secteur des services dont le niveau de dette nette est corrélé négativement au score de force et de faiblesse.

## V. Conclusion

Le chapitre précédent nous avait permis d'analyser le lien entre la performance boursière et un facteur de responsabilité. Les limites de l'analyse par facteur ont motivé l'analyse des actifs dans ce chapitre. Les stratégies par facteurs obligeant à rebalancer régulièrement le portefeuille. Elles sont le plus souvent coûteuses et ne permettent pas la mise en exergue les spécificités des entreprises. Notre ouverture sur le champ théorique des organisations précise les mécanismes de la responsabilité. Par la suite, l'analyse multidimensionnelle nous a permis de déceler les caractéristiques essentielles à l'émergence d'un lien positif ou négatif entre la performance responsable et la performance financière.

Nous avons tout d'abord mis en avant un effet taille sur le niveau de responsabilité des firmes. Le niveau de faiblesse apparaît fortement lié au niveau d'activité sur l'ensemble de la période et semble naturel. Cependant, l'augmentation du lien entre la taille et le niveau de force entre les deux périodes suggère un effet de mode entre 2003 et 2012. D'autre part, une démarche responsable est le plus souvent bien reçue par les détenteurs d'obligations et les apporteurs de capitaux. Nous avons globalement observé une diminution du coût de l'endettement relative à la limitation des faiblesses et à l'augmentation des forces.

Notre étude a révélé des situations divergentes dans la relation entre le niveau de responsabilité et la rentabilité de l'entreprise. Nous avons mis en exergue quatre situations particulières relativement au lien entre le niveau de force et la rentabilité. Deux relatant une corrélation positive et deux une corrélation négative. Il apparaît en outre que le score de faiblesse est généralement corrélé négativement à la rentabilité. Toutefois, nous avons relevé une situation particulière relative à une augmentation de la rentabilité au travers d'une attitude irresponsable.

En outre, nos résultats montrent une connivence forte entre le montant du résultat net, des *cash-flows* d'exploitation et le niveau de responsabilité. Ces résultats confortent la possibilité d'un développement de la RSE par les managers dans des perspectives d'enracinement. Ces résultats rejoignent les analyses de Barnea et Rubin (2010)<sup>272</sup>. Ces auteurs considèrent que le surinvestissement dans la responsabilité est plus aisé lorsque la firme dispose d'un montant de *cash-flows* important. Le montant élevé des disponibilités autorise les managers enracinés à développer des activités non pourvoyeuses de maximisation

---

<sup>272</sup> Barnea, A., & Rubin, A. (2010). *op. cit.* p.74.

de la valeur, (Fama et Jensen, 1983)<sup>273</sup>. La RSE permet une collusion entre le manager et les parties prenantes. Cette collusion renforce l'enracinement, (Surroca et Tribó, 2008)<sup>274</sup>. Les employés sont alors des alliés naturels au manager enraciné. En effet, les salariés sont hostiles à tout autre contrôle de l'entreprise qui leur serait défavorable, (Aguilera et Jackson, 2003)<sup>275</sup>. Le développement des dépenses responsables réduit l'attractivité de la firme vis-à-vis de potentiels investisseurs financiers. Le coût élevé d'une démarche responsable étant perçu négativement lorsque celles-ci entraîne la défense de la place du manager par les salariés, (Pagano et Volpin, 2005)<sup>276</sup>. De plus, la relation entre le niveau de dépenses RSE et la valeur des firmes n'est pas linéaire mais concave, (Barnea et Rubin, 2010)<sup>277</sup>, ce qui explique la difficulté des démarches de responsabilité à générer un surplus de rentabilité.

Par conséquent, la mise en place d'une stratégie d'enracinement par le développement de la RSE aura un impact négatif sur la performance financière de l'organisation. Barnea et Rubin (2010)<sup>278</sup> mettent en avant le rôle important du coût de la dette, celle-ci étant susceptible de se constituer en mécanisme limitant les *cash-flows* disponibles du manager. Le coût de la dette se révèle être un excellent moyen de contrôle des managers. La mise en place d'une démarche responsable aura pour objectif une diminution du coût d'endettement.

Ainsi, nous pouvons valider notre hypothèse H3 selon laquelle la relation entre performance responsable et performance financière est déterminée par des caractéristiques spécifiques aux firmes. Cependant, nous ne pouvons pas intégralement confirmer les hypothèses H1 et H2. En effet, il ne nous semble pas envisageable d'établir des considérations générales quant à la relation entre la responsabilité et la performance des firmes. Il paraît indispensable de sélectionner des actifs spécifiques lors de l'établissement d'un portefeuille d'actions responsables, afin qu'il soit également performant financièrement. Enfin, Il est nécessaire de définir les réelles intentions des managers lors de la mise en place d'une stratégie responsable. Le discours dispensé dans les rapports responsables pourrait alors être utile pour un investisseur.

---

<sup>273</sup> Fama, E., & Jensen, M. C. (1983). « Separation of Ownership and Control ». *Journal of Law and Economics*, 26(2), p.301-325.

<sup>274</sup> Surroca, J., & Tribó, J. A. (2008). « Managerial Entrenchment and Corporate Social Performance ». *Journal of Business Finance & Accounting*, 35(5-6), p.748.

<sup>275</sup> Aguilera, R. V., & Jackson, G. (2003). « The Cross-National Diversity of Corporate Governance : Dimensions and Determinants ». *The Academy of Management Review*, 28(3), pp.447-465.

<sup>276</sup> Pagano, M., & Volpin, P. F. (2006). « Managers, Workers, and Corporate Control ». *The Journal of Finance*, 60(2), pp.841-868.

<sup>277</sup> Barnea, A., & Rubin, A. (2010). *op. cit.* p.72.

<sup>278</sup> Barnea, A., & Rubin, A. (2010). *ibid.* p.84.

# Chapitre 4 : L'analyse du discours responsable

Une majorité des recherches en gestion, relatives à la responsabilité des entreprises, se basent sur l'analyse de données quantitatives. Les résultats proposés sont plus ou moins fiables et objectifs quant aux conclusions qu'ils tirent sur la relation entre performance financière et performance responsable. Il peut être intéressant d'analyser l'écart entre l'information que laissent transparaître les firmes et leurs réels engagements. La confrontation entre l'image que souhaite véhiculer la firme dans ses discours et une mesure objective de la responsabilité peut informer l'investisseur des réelles intentions de la firme.

Une part importante du lien entre performance responsable et performance financière provient de la capacité des managers à communiquer sur les objectifs responsables de la firme. En effet, il est nécessaire de faire connaître sa démarche responsable à l'ensemble des parties prenantes. Cette communication peut aboutir à l'amélioration de l'image de la firme auprès des investisseurs. Les travaux de Jin, Drozdenko, et DeLoughy (2013) montrent que la structure de l'entreprise influence la perception et les prévisions de rentabilité des investisseurs, les formes organiques obtenant le plus souvent une meilleure considération comparativement aux entreprises de type mécanique.

Les rapports responsables sont aujourd'hui une source d'information gratuite et en expansion. Selon le rapport de KPMG, relatif au développement du reporting responsable, plus de 92 % des deux cent cinquante plus grandes entreprises mondiales produisent un rapport de développement durable<sup>279</sup>. Nous verrons que ces rapports sont sujets aux problèmes inhérents au discours. Les nouveaux standards en termes de reporting, bien que permettant une homogénéité des pratiques, mettent en lumière un paradoxe vis-à-vis de la notion de performance dite globale. Il est difficile pour un investisseur de réaliser ses choix d'investissement sur la simple lecture de ces rapports. La présence de stratégies d'enracinement obscurcit le discours responsable, supposé être objectif.

---

<sup>279</sup><https://assets.kpmg.com/content/dam/kpmg/pdf/2016/02/kpmg-international-survey-of-corporate-responsibility-reporting-2015.pdf> rapport KPMG 2016, p.30, consulté le 07-06-2017.

Aussi, nous proposerons des clés de lectures pour les investisseurs. Nous analyserons tout d'abord le discours des dirigeants, puis les rapports dans leur intégralité, avant de conclure sur une analyse sectorielle. L'objectif est de guider les choix d'investissement sur la base de ces rapports, afin de limiter les coûts suscités par une démarche d'investissement responsable.

## I. État de l'art

Il convient d'étudier la littérature existante en matière d'analyse du discours responsable. Pour cela, nous analyserons les motifs de l'émergence des rapports de développement durable et les besoins auxquels ils répondent. De plus, il sera nécessaire de mettre en exergue les problématiques inhérentes au discours. Celles-ci justifient la mise en place d'une analyse sémantique. Enfin, de nombreux travaux relatifs à l'analyse des rapports responsables donnent des pistes quant à la qualité des informations divulguées.

### A. La GRI, définition et enjeux

#### 1. L'émergence du rapport de responsabilité

Dans leurs calculs d'utilité, les investisseurs ont besoin d'une information complète, afin d'éviter des asymétries d'informations susceptibles de représenter un coût pour les actionnaires. Les données relatives à la responsabilité des entreprises sont des sources d'informations extra-financières susceptibles de guider les processus de décision d'investissement. Selon Archambeault, DeZoort, et Holt (2008)<sup>280</sup>, le manque de transparence est une source de risque pour les actionnaires, l'efficience semi-forte des marchés financiers ne leur permettant pas d'éviter ces situations d'asymétrie. Le développement des rapports responsables est l'expression de souhait des actionnaires d'obtenir une information claire relative à la performance globale de l'entreprise, les rapports annuels ne précisant pas toujours le contexte dans lequel la firme réalise ses profits.

D'autre part, la rationalité des investisseurs peut aboutir à différentes stratégies d'investissement. Celles-ci ne sont pas uniquement guidées par la perspective d'un surplus de rentabilité. Elles peuvent obéir à des objectifs multiples qui ne suivent pas invariablement une rationalité purement économique. Différentes motivations peuvent guider l'investisseur responsable. Elles sont « financières, déontologiques, conséquentialistes ou expressives » (Chatterji, Levine, et Toffel, 2009)<sup>281</sup>. La finalité financière est relative à la croyance chez les

---

<sup>280</sup> Archambeault, D. S., DeZoort, F. T., & Holt, T. P. (2008). « The Need for and Internal Auditor Report to External Stakeholders to Improve Governance Transparency ». *Accounting Horizons*, 22(4), p.377.

<sup>281</sup> Chatterji, A. K., Levine, D. I., & Toffel, M. W. (2009). *op. cit.*, p.130.

investisseurs d'un lien positif entre performance sociale et performance financière. Les investisseurs choisiront alors des entreprises plus responsables car présumées plus rentables. Cet axiome reste encore débattu au sein de la recherche en science de gestion. D'autre part, la finalité déontologique se concrétise comme l'expression de l'éthique personnelle. L'investisseur cherchera à investir et à être rémunéré de manière responsable. Ensuite, les motivations conséquentialistes ont pour objectif de soutenir les entreprises responsables tout en réduisant le prix des actions des firmes irresponsables. Plusieurs fonds de pensions responsables cherchent à infléchir les décisions des grandes firmes. Ces actions rejoignent une forme d'activisme financier. Enfin, les investisseurs caractérisés par une finalité expressive réaliseront des investissements assimilables à un prolongement de leur façon de vivre (Rosen, Sandler, et Shani, 1991)<sup>282</sup>.

Les considérations psychosociologiques des investisseurs sont à prendre en compte car elles peuvent modifier les axiomes établis sur l'espérance de rentabilité et du prix des actifs. Les investisseurs étant également prêts à payer un prix pour un certain niveau d'éthique (Dupré et *al.*, 2006). Ces diverses formes motivationnelles sont susceptibles de bouleverser les choix stratégiques des firmes. Il est alors nécessaire pour une entreprise de séduire ces investisseurs.

La divulgation d'informations privées est une question essentielle au sein des stratégies des firmes, chaque nouvelle information étant susceptible de modifier positivement ou négativement les perspectives de rentabilité. L'intérêt de ces divulgations n'a pas pour unique objectif d'informer les marchés, mais de gérer leurs impressions. Dans le cas de la responsabilité, cela permet à l'entreprise de préserver sa légitimité et de limiter les contraintes sociales. La littérature actuelle suggère qu'il est préférable de communiquer en amont et de manière transparente à tous actes irresponsables. La perte de crédibilité s'en trouvera limitée. Cormier, Ledoux, et Magnan (2010)<sup>283</sup> montrent que la divulgation d'informations relatives aux considérations environnementales de l'entreprise a un impact négatif sur la performance de la firme avant 2000. Ce lien devient positif après les années 2000. Cormier, Ledoux, et Magnan (2010)<sup>284</sup> affirment que le niveau de divulgation est déterminé par la taille, l'effet de

---

<sup>282</sup> Rosen, B. N., Sandler, D. M., & Shani, D. (1991). « Social Issues and Socially Responsible Investment Behavior: A Preliminary Empirical Investigation ». *The Journal of Consumer Affairs*, 25(2), pp.221-234.

<sup>283</sup> Cormier, D., Ledoux, M. J., & Magnan, M. (2010). « The Informational Contribution of Social and Environmental Disclosure for Investors ». *Hal*.

<sup>284</sup> Cormier, D., Ledoux, M. J., & Magnan, M. (2010). *ibid.* p.28.

levier de l'entreprise et le niveau de performance environnementale. L'information responsable est également susceptible de limiter le coût d'endettement de la firme.

Le rapport responsable se révèle un outil utile pour les actionnaires comme pour les entreprises. Il permet aux premiers de satisfaire leurs divers rationalités et aux secondes de mieux contrôler leur image. Ces objectifs ne sont pas atteignables au travers des rapports annuels. Ces derniers relatent des informations très précises dans le seul but de la conservation ou de l'achat des actions de la société. Ce rapport reste limité à une rationalité purement financière. Le rapport responsable n'est pas comparable car il répond à des objectifs multiples à l'intention des différentes parties prenantes.

La *Global Reporting Initiative* (GRI) a pour objectif de définir un standard s'accordant aux prérogatives personnelles des entreprises et aux contraintes réglementaires. Elle permet une stabilité dans le temps du fait de faibles modifications dans sa mise en forme. Il devient alors aisé de repérer et d'obtenir des informations intéressantes pour l'investisseur ou pour toutes autres parties prenantes. L'article de Cormier, Ledoux, et Magnan (2010) montre que la divulgation d'informations responsables ne réduira l'asymétrie d'information que si elle est consignée dans un rapport à l'image du GRI, les références Internet sont considérées comme uniquement tactiques, à la différence des rapports responsables qui sont établis sur le long terme et suivent une approche plus compréhensive.

## 2. Constitution de la GRI

La *Global Reporting Initiative* (GRI) fut créé en 1997 consécutivement à l'association entre la « *Coalition for Environmentally Responsible Economies* » (CERES) et le Programme des Nations Unies pour l'Environnement (PNUE). La GRI est une organisation internationale à but non lucratif. Elle a pour objectif de devenir un standard dans le *reporting* responsable par la promotion d'un développement durable institué en adéquation avec les enjeux des entreprises, des ONG, des syndicats et des gouvernements. Ce rapport responsable a été développé afin de créer des mécaniques comptables qui assurent le suivi par les entreprises des principes de la CERES. À l'origine, les investisseurs étaient le premier public

visé (site GRI « *history* »)<sup>285</sup>. Par la suite, le rapport a cherché à atteindre l'ensemble des parties prenantes.

La GRI est constituée de trois instances de gouvernance. Elle comprend un conseil d'administration composé de quinze membres. Ce conseil dispose d'une responsabilité financière, légale et fiduciaire. Cet organe correspond à l'autorité décisionnelle ultime. Il statue sur les éléments présents au sein du rapport de la GRI tels que les indicateurs, les lignes directrices et le plan d'action. Il existe également un comité d'experts techniques qui suggère des préconisations permettant d'améliorer l'homogénéité du *reporting* et sa concordance avec la législation internationale. Enfin, la dernière instance est relative au conseil des parties prenantes. Elle est composée de quarante-huit membres qui contribuent à l'élaboration du modèle de *reporting* et des politiques stratégiques.

D'autre part, la GRI est composée de deux types d'acteurs. Le premier correspond aux organisations de divers pays ayant recours au modèle de la GRI. Ces six-cents organisations participent au financement, aux objectifs stratégiques et au développement des indicateurs. Le second est relatif aux sponsors de la GRI. Il se rapporte aux organisations internationales comme la « fondation ONCE » pour l'intégration de personnes handicapées. Les gouvernements et les fondations publiques y sont également présents, comme le *Swedish International Development Cooperation Agency*, le *Swiss State Secretariat for Economic Affairs*, le gouvernement du Royaume-Unis, le *Dutch Ministry of Foreign Affairs*, le *Deutsche Gesellschaft für Internationale Zusammenarbeit*, et le gouvernement Australien. Enfin, des fondations internes aux entreprises peuvent également devenir sponsors, à l'image de la fondation Alcoa depuis octobre 2014. Précédemment, d'autres participants ont apporté leurs financements à la GRI tels que la fondation Charles Stewart Mott, la commission Européenne, la fondation Ford, la fondation Bill and Melinda Gates, la fondation GE, *l'International Finance Cooperation (IFC)*, *Rockefeller Brothers Fund*, *the United States Environment Protection Agency*, *UN Foundation*, *World Bank*.<sup>286</sup>

---

<sup>285</sup><https://www.globalreporting.org/information/about-gri/gri-history/Pages/GRI's%20history.aspx> consulté le 13-06-2017.

<sup>286</sup><https://www.globalreporting.org/information/about-gri/strategic-partnerships/Pages/strategic-partnerships.aspx> consulté le 13-06-2017.

### 3. Les enjeux de La GRI

Le Rapport GRI a pour enjeu de s'imposer comme outil de référence, afin de faire face aux pressions institutionnelles et sociales. Cet outil répond aussi bien aux contraintes relatives à la législation qu'aux stratégies de divulgation volontaire. Le modèle de la GRI propose un *reporting* gravitant sur l'idée d'une performance globale à l'entreprise. Celle-ci est relative à la performance économique, sociale et environnementale.

« *La GRI promeut sans l'afficher clairement et sans le justifier un idéal de performance globale, fondée sur l'hypothèse de convergence vertueuse entre les enjeux économiques, sociaux et environnementaux et au-delà entre les intérêts des différentes parties prenantes* », (Chauvey, Naro, et Seigneur, 2015, p.80)<sup>287</sup>.

L'institution du GRI met l'accent sur le ralliement de positions divergentes au sein de l'entreprise. Cette approche éclipse les tensions et stratégies inhérentes à l'application d'une démarche responsable dans l'entreprise. L'allocution du vice-président du conseil des standards globaux de la responsabilité, daté du 5 septembre 2016, confirme cette vision.

« *All elements of GRI Sustainability Reporting Standards (GRI Standards) are created and improved using a consensus-seeking approach, and considering the widest possible range of stakeholder interests, which includes business, civil society, labor, accountancy, investors, academics, governments and sustainability reporting practitioners* ».<sup>288</sup>

Cependant, nous pouvons nuancer les enjeux relatifs à la réalisation d'un rapport responsable. Dans les faits, cette vision enjolivée sous-tend des réalités bien plus stratégiques de la part des entreprises. Les rapports responsables ne s'apparentent ni à des « récits de la maisonnée » ni à des « récits de l'engagement », mais plutôt à un récit de la légitimation (D'Almeida, 2006)<sup>289</sup>. Le modèle de l'hypocrisie organisationnelle de Branson (1989) défend l'idée que le rapport entre le dire et le faire est loin d'être évident. Il existe des irrationalités liées au décalage entre la décision et l'action. La théorie de la légitimité considère l'existence

---

<sup>287</sup> Chauvey, J. N., Naro, G., & Seigneur, A. (2015). « Rhétorique et Mythe de la Performance Globale l'Analyse des Discours de la Global Reporting Initiative ». *Critical Perspectives on Accounting*, 33, p.80.

<sup>288</sup> <https://www.globalreporting.org/information/news-and-press-center/Pages/Beyond-the-financials-Why-sustainability-reporting-needs-to-be-multi-stakeholder-in-its-approach.aspx> consulté le 15-06-2017

<sup>289</sup> D'Almeida, N. (2006). « *La Perspective Narratologique en Organisation* ». Dans P. De la Broise., & T. Lamarche. (dir), « *Responsabilité Sociale : Vers une Nouvelle Communication des Entreprises?* ». Paris : Presses Universitaires du Septentrion, pp.27-39.

d'un contrat social contraignant les firmes à agir en accord avec les attentes des parties prenantes et de la société. L'entreprise cherche à justifier son action par des discours adressés aux parties prenantes appropriées (Preston et Post, 1981)<sup>290</sup>. Cette justification se rapporte à une « *license to operate* » selon Igalens (2007)<sup>291</sup>, où l'entreprise cherche une légitimité à conduire ses opérations.

Ainsi, la GRI répond à ce plus grand objectif, que les États-nations ne sont plus en mesure de réguler, à savoir la mondialisation du travail et des échanges. « *L'État n'est plus l'acteur du système international, mais un acteur parmi d'autres* » (Beck et Duthoo, 2003, p.38)<sup>292</sup>. « *L'économie mondiale agit de façon « translégale » c'est-à-dire que son action n'est ni illégale, ni illégitime. [...] Par domination translégale on entend la possibilité durable, plus ou moins institutionnalisée, d'exercer une influence sur les décisions et les réformes d'Etat...* » (Beck et Duthoo, 2003, p.154)<sup>293</sup>. En effet, les multinationales exploitent l'idée de la RSE pour fabriquer et institutionnaliser de nouvelles règles responsables à leur avantage. Celles-ci leurs permettent de se soustraire aux lois communes, (Saincy, 2006)<sup>294</sup>.

L'universalité défendue par la GRI est relative, du fait qu'elle est fortement marquée d'une empreinte anglo-saxonne. L'assimilation du rapport responsable à une « *soft law* », établie sur une approche par le volontariat, est symptomatique de la libéralisation des questions de responsabilité. D'autre part, le mode de fonctionnement est essentiellement établi sur la participation des dirigeants d'entreprises. Ces derniers sont juges et partie. Ils se dotent de leur propre processus d'autorégulation. Selon Hahn et Lülfs (2014)<sup>295</sup> les lignes directrices de la GRI ne fournissent aucun critère d'impartialité. Ceux-ci seraient nécessaires afin d'éviter des manipulations. Selon Igalens (2007)<sup>296</sup>, les rapports responsables seraient soumis à des paradoxes. En effet, ils se doivent de répondre à la norme de la GRI sans pour autant y parvenir, du fait qu'ils sont le plus souvent incomplets. Ils ont pour objectif de donner du sens mais sont pour la plupart évalués par des cabinets d'audit sur la base de

---

<sup>290</sup> Preston, L. E., & Post, J. E. (1981). « Private Management and Public Policy ». *California Management Review*, 23(3), p.56-62.

<sup>291</sup> Igalens, J. (2007). *op. cit.* p.131.

<sup>292</sup> Beck, U. (2003). *op. cit.* p.38.

<sup>293</sup> Beck, U. (2003). *Ibid.* p.154.

<sup>294</sup> Saincy, B. (2006). « *La Négociation Sociale dans un Monde Globalisé* ». Dans M. Descolonges., & B. Saincy. B. (dir) « Les Nouveaux Enjeux de la Négociation Sociale Internationale ». Paris : La Découverte. pp.21-29.

<sup>295</sup> Hahn, R., & Lülfs, R. (2014). « Legitimizing Negative Aspects in GRI-Oriented Sustainability Reporting : A Qualitative Analysis of Corporate Disclosure Strategies ». *Journal of Business Ethics*, 123(3), p.414.

<sup>296</sup> Igalens, J. (2007). « L'Analyse du Discours de la Responsabilité Sociale de l'Entreprise à Travers les Rapports Annuels de Développement Durable d'Entreprises Française du CAC 40 ». *Finance Contrôle Stratégie*, 10(2), p.152.

normes comptables (ISAE) qui ne s'attachent qu'aux données brutes. Ainsi, la GRI ne semble pas répondre à la question centrale de la légitimité de l'entreprise à mener ses activités.

## B. Le discours et ses enjeux

Les rapports responsables sont empreints des caractéristiques relatives aux discours. Ils disposent des mêmes enjeux et questionnent la vision subjective du locuteur. Il est nécessaire de comprendre la construction d'un discours et des mythes auxquels il renvoie.

### 1. La construction du discours

L'analyse du discours n'est pas une approche nouvelle. Bien que récente en science de gestion, elle débute avec le « tournant linguistique » du début du siècle au sein de la recherche en organisation, (Alvesson et Karreman, 2000)<sup>297</sup>. Depuis, de nombreuses analyses de discours ont examiné le discours des dirigeants (Seignour, 2005 ; D'Almeida et Merran-Ifrah, 2005), le discours managérial (Rivières, 2005), le discours des opérateurs (Detchessahar, 2001), et plus récemment le discours des sites Internet. Il est nécessaire de définir les bases conceptuelles de ce type d'analyse, en fonction de la construction des discours et de ses enjeux.

Dans l'Antiquité, le discours est dissocié en cinq parties relatives au travail de l'orateur, (Seignour, 2011)<sup>298</sup> :

- L'invention, nécessitant la recherche d'arguments ;
- La disposition, correspondant à la structuration du discours ;
- L'élocution, concernant les techniques d'écriture ;
- L'action, concordant aux techniques de l'oral ;
- Enfin la mémoire, équivalente aux techniques de mémorisation.

Aristote distinguait trois types d'argumentation :

---

<sup>297</sup> Alvesson, M., & Karreman, D., (2000). « Taking the Linguistic Turn in Organisational Research : Challenges, Responses, Consequences ». *Journal of Applied Behavioral Sciences*, 36, pp.136-158.

<sup>298</sup> Seignour, A. (2011). « Méthode d'Analyse des Discours. L'Exemple de l'Allocution d'un Dirigeant d'Entreprise Publique ». *Revue Française de Gestion*, 37(211), p.33.

- L'éthos, relatif aux qualités que possède l'orateur ;
- Le pathos, relatif à l'ensemble des émotions que le locuteur cherche à provoquer chez l'interlocuteur ;
- Le logos, relatif à l'argumentaire logique dont la finalité est de prouver par la raison.

La notion de discours renvoie uniquement à la langue en tant que système, mais correspond à un usage relatif à l'intention et à la situation de communication, (Ringoot et Robert-Demontrond, 2004)<sup>299</sup>. Le discours s'intéresse à la structure et à la formation des fragments qui le structurent. L'analyse de discours étudie la manière dont la structure des phrases est influencée selon l'orientation choisie dans les contextes linguistiques et sociaux dans lesquels il se déploie, (Eisenhart et Johnstone, 2012)<sup>300</sup>. Ainsi, cette méthodologie s'attache à identifier des ensembles de textes relatifs à une même situation d'énonciation définie comme le corpus. La tradition foucauldienne définit le discours comme un corpus d'idée et de pratiques sociales en circulation.

L'analyse de discours répond à ces différents questionnements : Pourquoi ce segment de discours est-il tel qu'il est ? Pourquoi ne peut-il être différent ? Pourquoi ce champ lexical particulier ? Afin d'y répondre, nous devons déterminer la portée du texte. Les motifs de la réalisation d'un discours influencent le style adopté. Le discours et son interprétation sont ainsi déterminés par le monde, mais il l'influence également. Un discours qui ne se réfère à rien est susceptible d'être considéré comme insensé, à l'inverse la société est façonnée par les discours, (Eisenhart et Johnstone, 2012)<sup>301</sup>.

Seignour (2011)<sup>302</sup> propose un socle pour l'élaboration d'une grille de lecture. Tout d'abord, le discours a un objectif performatif. Il correspond à un acte volontaire ayant pour but d'influencer autrui. Ensuite, le contexte est déterminant pour sa compréhension. Les emplois de la langue doivent être contextualisés dans un contexte énonciatif. De plus, un énoncé ne se contente pas de décrire un réel qui préexiste, il construit une représentation du réel. Enfin, il contient des marqueurs, des traces de sa visée persuasive. Celles-ci peuvent être identifiables.

---

<sup>299</sup> Ringoot, R., & Robert-Demontrond, P. (2004). « *L'Analyse de Discours* ». Rennes : Edition Apogée. p.30.

<sup>300</sup> Eisenhart, C., & Johnstone, B. (2012). « *L'Analyse du Discours et les Etudes Rhétoriques* ». *Argumentation et Analyse du Discours*, 9, p.4.

<sup>301</sup> Eisenhart, C., & Johnstone, B. (2012). *op. cit.* p.7.

<sup>302</sup> Seignour, A. (2011). *op. cit.* p.29-45.

Le discours n'est jamais objectif. Même s'il permet d'échanger des informations, il a pour but de transformer la perception du récepteur, de modifier son système de croyance et son attitude comportementale, les présupposés et les sous-entendus laissant entrevoir la diffusion d'informations pouvant être fausses, alors que les posés se doivent d'être proposés comme vrais, Kerbrat-Orecchioni (1984)<sup>303</sup>. Le discours vise à intervenir sur les opinions, les attitudes ou les comportements d'un interlocuteur en rendant crédible ou acceptable un énoncé, (Adam, 1992)<sup>304</sup>. En effet, le discours ne se contente pas de décrire le réel, mais une représentation de celui-ci. Un discours cherche à agir sur autrui avec la volonté que ce dernier adhère aux propos du locuteur, (Seignour, 2011)<sup>305</sup>. L'argumentation permet de faire passer vers la conclusion cette adhésion obtenue à l'origine, (Perelman et Olbrechts-Tyteca, 1988)<sup>306</sup>. Le communicant n'est pas le miroir d'une réalité, mais le constructeur de ses réalités, (Ghiglione, 1998)<sup>307</sup>.

*« L'on peut agir sur le monde social en agissant sur la connaissance qu'ont les agents de ce monde. Cette action vise à produire et à imposer des représentations du monde social qui soient capables d'agir sur ce monde en agissant sur la représentation que s'en font les agents ».* (Bourdieu, 1982, p.149)<sup>308</sup>

## 2. Le mythe du discours responsable

Les rapports responsables suivent le schéma du discours. Ils répondent à une question globale au sein d'un contexte particulier et à destination de parties prenantes spécifiques. Ces rapports tendent à influencer l'image de la firme. L'entreprise s'efforce de parvenir à légitimer ses actions en créant du sens pour que ses activités soient envisagées dans des cadres de références.

---

<sup>303</sup> Kerbrat-Orecchioni, C. (1984). « *L'Énonciation : De la Subjectivité dans le Langage* ». Dans C. Kerbrat-Orecchioni., & M. Mouillaud (dir), « *Le Discours Politique* ». Paris : Armand Colin, p.216.

<sup>304</sup> Adam, J. M. (1992). « *Les Textes, Types et Prototypes : Récit, Description, Argumentation, Explication et Dialogue* ». Paris : Nathan. p.116.

<sup>305</sup> Seignour, A. (2011). *op. cit.* p.31.

<sup>306</sup> Perelman, C., & Olbrechts-Tyteca, L. (2008). « *Traité de l'Argumentation : La Nouvelle Rhétorique* ». Bruxelles : Editions de l'Université de Bruxelles.

<sup>307</sup> Ghiglione, R. (1998). « *L'Analyse Automatique des Contenus* ». Paris : Dunod.

<sup>308</sup> Bourdieu, P. (1982). « *Ce que Parler Veut Dire : L'Économie des Échanges Linguistiques* ». Paris : Fayard. p.149.

Le discours lié à la responsabilité est empreint d'antagonismes pouvant conduire à la création d'un mythe. La première critique à l'encontre des rapports responsables se rapporte à la conception d'une performance globale qui jugerait du caractère conciliable des différentes performances. Cette réconciliation implicite est volontairement mise en avant, mais sans jamais relater le caractère conflictuel et paradoxal. En effet, l'approche instrumentale de la RSE, conciliant performance financière et performance responsable, est difficile à mettre en place et se rapporte davantage au mythe, l'approche normative de la RSE ne tombant pas dans ce paradoxe. Poole et Van de Ven (1989)<sup>309</sup> identifient quatre stratégies génériques de traitement des paradoxes dans les discours. La première consiste à accepter le paradoxe et à apprendre à vivre avec sans chercher à le résoudre et sans le nier. La seconde tente de résoudre la contradiction. La troisième gère les contradictions en traitant chacun des termes à des moments ou horizons différents. La quatrième vise la synthèse. Ainsi, les trois dernières tentent de résoudre le paradoxe. La performance globale semble viser la dernière en s'efforçant d'atteindre la synthèse.

Le contenu des rapports annuels est selon Igalens et Gond (2003)<sup>310</sup> une mesure plus symbolique que substantive qui ne renvoie pas aux différentes dimensions du construit. La performance globale telle qu'elle est véhiculée par la GRI relève des discours et mythes managériaux contemporains en proposant un nouveau récit de la performance allant au-delà de l'entreprise, (Chauvey, Naro, et Seigneur, 2015)<sup>311</sup>. La question du mythe n'est pas sans rappeler l'approche de la théorie des organisations d'Enriquez (1992), considérant le mythe comme pourvoyeur de cohésion sociale. L'analyse des rapports se définit alors comme une mesure du « discours social » plus qu'une mesure de la performance sociale, (Ullmann, 1985)<sup>312</sup>.

Ainsi, le rapport responsable s'apparente à un conte pour enfant de par la présence d'un élément de contexte défavorable, d'un héros positif et d'une situation améliorée. Il existe une convergence entre les intérêts du héros et ceux des autres parties. L'entreprise cherche

---

<sup>309</sup> Poole, M. S., & Van de Ven, A. H. (1989). « Using Paradox to Build Management and Organization Theories ». *Academy of Management Review*, 14(4), pp.562-578.

<sup>310</sup> Igalens, J., & Gond, J. P. (2003). « La Mesure de la Performance Sociale de l'Entreprise : Une Analyse Critique et Empirique des Données ARESE ». *Revue de Gestion des Ressources Humaines*, p.1476.

<sup>311</sup> Chauver, J. N., Naro, G., & Seigneur, A. (2015). *op. cit.*, p.80.

<sup>312</sup> Ullmann, A. A. (1985). « Data in Search of a Theory: A Critical Examination of the Relationships Among Social Performance, Social Disclosure, and Economic Performance of US Firms ». *Academy of Management Review*, 10(3), pp.540-557.

dans les rapports responsables à construire un monde où la firme est le héros, (Igalens, 2007)<sup>313</sup>.

## C. Les paradoxes de la GRI

Les recherches relatives à l'analyse du discours responsables ont mis en exergue des styles récurrents dans la rédaction des rapports. Le plus souvent, ces effets de styles dissimulent les paradoxes de la relation entre performance financière et responsable.

### 1. La rhétorique du discours responsable

Des éléments de structuration et de langage ont déjà été mis en avant dans les rapports responsables. Igalens (2007) analyse vingt-sept rapports annuels. L'auteur met en avant la recherche de crédibilité par l'organisation au sein des discours des dirigeants. L'utilisation du « je » le plus souvent sous la forme d'une interview conduit à l'Éthos. Les rapports ont le plus souvent recours à l'utilisation de témoignages donnant une impression de vérité alors qu'ils sont soigneusement mis en scène. Igalens ne considère pas les rapports responsables comme des objets publicitaires. Néanmoins, les mêmes règles s'appliquent entre la publicité en matière de développement durable et les rapports sur le sujet.

L'analyse du rapport de GRI de Total par Garric, Léglise, et Point (2006)<sup>314</sup> révèlent des éléments symptomatiques d'une recherche de crédibilité. L'entreprise se veut rassurante dans la construction de l'éthos. Les termes relatifs à la sécurité sont les plus fréquents. En outre, les thèmes développés sont médiatiques et relatent d'une responsabilité qui serait toujours accrue. Il se profile alors une forte utilisation de la langue de bois où le locuteur ne propose que rarement un bilan du passé.

Attarça and Jacquot (2005)<sup>315</sup> analysent le discours des dirigeants de quatre-vingt-cinq entreprises de nationalités française, allemande et anglaise. Leurs résultats révèlent que le

---

<sup>313</sup> Igalens, J. (2007). *op. cit.* p.133.

<sup>314</sup> Garric, N., Léglise, I., & Point, S. (2006). « Le Rapport RSE, Outil de Légitimation ? Le Cas Total à la Lumière d'une Analyse de Discours ». *Responsible Organization Review*, 2, p.5-19.

<sup>315</sup> Attarça, M., & Jacquot, T. (2005). « *La Représentation de la Responsabilité Sociale des Entreprises : Une Confrontation Entre les Approches Théoriques et les Visions Managériales* ». XIVème Conférence Internationale de Management Stratégique, Angers. p.11.

langage de la RSE s'attache à véhiculer une image valorisante de l'entreprise. Il existe une tendance à occulter les contraintes et les difficultés. Le langage éthique donne le plus souvent l'illusion de l'engagement. Les auteurs montrent que les préoccupations générales concernent : le management et la valorisation des acteurs, les parties prenantes internes, la politique sociale, les parties prenantes externes et l'influence des facteurs environnementaux. Il semble également que l'entreprise citoyenne abandonne l'idée de nation et épouse des valeurs universelles.

Enfin, Hahn et Lülfs (2014)<sup>316</sup> mettent en exergue les stratégies de légitimation des informations négatives au sein des rapports responsables. Les auteurs définissent sept stratégies de langage. La marginalisation, qui limite l'importance des externalités négatives en les considérant comme négligeables. L'abstraction, qui généralise les effets négatifs à l'ensemble de l'industrie. Les faits indicatifs, où l'entreprise mentionne l'existence d'éléments négatifs par la quantification. La rationalisation, qui entraîne une explication à l'aide de critères jugés acceptables. La théorique, en mentionnant l'aspect normal et naturel. L'autorisation, qui fait référence à l'acceptation par les autorités comme élément de légitimité. Enfin les actions correctives, visant à l'utilisation d'adjectifs relativement imprécis ou de phrases maintenant un certain flou.

## 2. L'occultation des paradoxes

L'occultation des éléments négatifs est un trait prépondérant dans les rapports responsables. Ce constat est le résultat du paradoxe occasionné par la notion de performance globale de la GRI, les locuteurs se trouvent dans l'obligation de minimiser les externalités négatives, afin qu'une performance financière et responsable de façade soit possible. Cho, Roberts, et Patten (2010)<sup>317</sup> constatent que les entreprises les moins performantes sur le plan environnemental mettent en avant les informations positives tout en cachant les mauvaises. Ces entreprises tentent de mettre à leurs avantages les impressions des parties prenantes. Les auteurs considèrent que le langage, le ton et les thématiques abordées dans la révélation d'informations responsables doivent être considérés dans l'analyse entre la performance de l'entreprise et la divulgation d'informations.

---

<sup>316</sup> Hahn, R., & Lülfs, R. (2014). *op. cit.*, p.409.

<sup>317</sup> Cho, C. H., Roberts, R. W., & Patten, D. M. (2010). « The Language of US Corporate Environmental Disclosure ». *Accounting, Organizations and Society*, 35(4), p.442.

Pour Chauvey, Naro, et Seigneur (2015)<sup>318</sup>, l'analyse du discours de la GRI révèle que les logiques économiques, sociales et environnementales ne sont pas appréhendées comme antagonistes ou au cœur d'un arbitrage. Une part importante du discours maintient un flou sur la responsabilité de l'entreprise. En effet, les parties prenantes ne sont jamais citées précisément, ni de façon exhaustive ni de façon personnalisée. Il n'existe aucune considération quant à l'existence de rapports de domination et de rapports de force. En outre, le terme de performance n'est jamais clairement défini, il est supposé induit.

Le rapport responsable correspond à une valorisation sélective de certaines dimensions de la responsabilité. Le paradoxe de la logique marchande et de la notion de responsabilité entraîne l'occultation des dimensions problématiques. Seules les thématiques qui valorisent l'entreprise sont présentes. La communication se retrouve alors le plus souvent symbolique ou substantielle. Cela rend le comportement responsable souvent déconnecté de la stratégie de l'entreprise, (Attarça et Jacquot, 2005)<sup>319</sup>. La responsabilité est abordée comme une problématique juxtaposée et non intégrée. De ce fait, les engagements des entreprises en matière de RSE sont réalisés sous réserve de leurs possibilités économiques. Ce constat des auteurs relaye nos résultats du chapitre III. La quête de légitimité de l'entreprise citoyenne se révèle comme un discours idéologique et parfois incantatoire. Les engagements de certaines filiales étant le plus souvent repris comme exemple pour plébisciter les activités de l'ensemble du groupe.

Au travers du cas de l'entreprise Eternit, Finet et Giuliano (2012)<sup>320</sup> prouvent qu'une entreprise qui a connu de forts déboires peut se mouvoir en entreprise exemplaire. Malgré la dissimulation pendant plusieurs années des effets toxiques de l'amiante, dont la médiatisation fut fortement négative, l'entreprise a acquis un discours responsable en avance sur ses concurrents. Le négationnisme et l'obscurantisme se sont fait oublier par les tendances managériales de promotion de la RSE.

Cependant, publier des informations dans le but de légitimer ses activités n'est pas identique aux publications relatives au droit de savoir des parties prenantes. Ce nouvel outil de communication est ramené à une orientation propagandiste plus large du discours patronal,

---

<sup>318</sup> Chauvey, J. N., Naro, G., & Seigneur, A. (2015). *op. cit.* p.88.

<sup>319</sup> Attarça, M., & Jacquot, T., (2005). *op. cit.* pp.19 ; 20 ; 21.

<sup>320</sup> Finet, A., & Giuliano, R. (2012). « Une Nouvelle Façon d'Appréhender la Notion de Responsabilité Sociétale des Entreprises : Le Cas d'Eternit ». *La Revue des Sciences de Gestion*, 5(257), p.30.

(Garric, Léglise, et Point, 2006)<sup>321</sup>. C'est finalement pour présenter l'entreprise de manière attractive qu'elles ne publient jamais d'informations préjudiciables à leur rencontre. « *En passant de l'histoire à la nature, le mythe fait une économie : (...) il organise le monde sans contradiction parce que sans profondeur, un monde étalé dans l'évidence, il fonde une clarté heureuse* » (Barthes, 1996, p.230)<sup>322</sup>. Il serait alors nécessaire d'envisager un *reporting* sociétal démocratique. Alors, l'ensemble des points de vue des parties prenantes présentes serait pris en compte. Les attentes ne seraient plus considérées comme « allant de soi », mais feraient l'objet d'une définition précise des volontés des parties prenantes, (Chauvey, Naro, et Seignour, 2015)<sup>323</sup>. Il serait également nécessaire d'utiliser des témoignages reconstruisant l'ensemble du discours au sein de thèmes plus vastes et en présence de témoins impartiaux, (Igalens, 2007). Dans ce cas les investisseurs seraient pleinement conscients du niveau de responsabilité de la firme. Tout texte prend sens en dévoilant en particulier le non-dit.

## II. Hypothèses

Les rapports de développement durable se rapportent à un discours travaillé, qui répond aux questions relatives à la responsabilité de l'entreprise. Ils sont soumis à problématiques inhérentes aux discours. Il peut être difficile pour un investisseur de déterminer le niveau de responsabilité sur la base de ces rapports. Il serait intéressant de définir des clefs de compréhension du niveau de responsabilité au travers de ces rapports. L'état de l'art relatif aux considérations du discours responsable suggère que pour la plupart ils cherchent à embellir les réalités. Il se pourrait que certaines firmes divulguent des informations dans le but de dissimuler une attitude irresponsable. Nous pensons qu'il est possible de distinguer les orientations du discours responsable susceptibles de caractériser les firmes les plus responsables et celles qui ne le sont pas.

*H1 : Les firmes responsables et irresponsables usent de champs lexicaux dissemblables au sein des rapports de responsabilité.*

---

<sup>321</sup> Garric, N., Léglise, I., & Point, S. (2006). *op. cit.* p.30.

<sup>322</sup> Barthes, R. (1996). « Mythologies ». *Paris : Edition du Seuil.* pp.230-231.

<sup>323</sup> Chauvey, J. N., Naro, G., & Seignour, A. (2015). *op. cit.* p.90.

Nous supposons que les entreprises ayant recours à un discours responsable relatif à leurs stratégies et leurs activités seront caractérisées par une responsabilité plus élevée. En effet, cela pourrait juger d'une réelle volonté des managers de limiter les externalités négatives. Nous avons vu précédemment que la question des motivations dans la mise en place d'une démarche responsable était essentielle au succès de celle-ci. La responsabilité ne serait pas un élément servant l'image de la firme, mais elle aurait un objectif bien plus ancré dans la vie de l'entreprise. Il est également possible que cette approche instrumentale de la responsabilité corrobore une meilleure performance financière.

*H1a : Les discours relatifs au cœur de métier et aux parties prenantes primaires seront les plus responsables et les plus performants financièrement.*

Nous supposons également qu'une partie du discours a pour but de dissimuler une responsabilité faible. L'entreprise cherchera à enjoliver la situation, en mettant en avant certaines activités tout en occultant les points les plus négatifs. En outre, il est possible que certains discours déguisent une stratégie d'enracinement des dirigeants. Certaines activités responsables seraient susceptibles d'obtenir la confiance des parties prenantes au profit des managers et au détriment des actionnaires.

*H1b : Certains discours dissimulent des stratégies d'enracinement ou de non-préoccupation quant aux questions sur la responsabilité.*

### **III. Méthodologie**

Nous faisons le choix de réaliser une analyse lexicale des rapports responsables. Il apparaît pertinent d'effectuer une analyse des discours des rapports de développement durable plutôt que sur la seule utilisation de données comptables. Le sens d'un rapport ne se limite pas aux données qu'il contient. L'explication des activités de la firme passe par une recherche de sens plus que par une évaluation des chiffres. Une des finalités du rapport de responsabilité

est alors de conforter les actions de la firme dans la société. Le rapport fournit alors des impressions autant que des informations.

Afin de conduire notre analyse lexicale, nous avons recours au logiciel sémantique « Alceste » version 2015. Ce logiciel d'analyse de données textuelles a été développé en collaboration avec le Centre National de la Recherche Scientifique (CNRS). Ce logiciel permet d'extraire des classes de sens constituées par des mots et des phrases. Pour ce faire le logiciel constitue un dictionnaire de mots tout en définissant la racine et la fréquence des mots employés. Cette dernière est ici déterminée par le Khi 2. Les termes que nous retrouverons dans les classes équivalent à la racine de plusieurs mots. Par exemple *measure* (9), *measured* (3), *measurement* (1), *measurements* (1) et *measures* (3) donnerons la racine *measure*. Celle-ci sera alors comptée comme présente à dix-sept reprises. L'avantage de ce logiciel est lié à la subdivision du corpus en textes homogènes contenant un nombre de mots suffisant. Il en résulte une classification des segments vis-à-vis des oppositions les plus fortes. Ainsi, les classes extraites nous donnent une base pour l'analyse du corpus étudié. Selon Seigneur (2011)<sup>324</sup>, les logiciels sémantiques permettent de faire apparaître des nuances peu visibles à la lecture et constituent une aide précieuse à l'analyse. Pour Attarça et Jacquot (2005)<sup>325</sup>, ces logiciels vont de pair avec l'étude qualitative générant des catégories de sens et des thèmes homogènes dans les discours.

Les logiciels d'analyse textuelle ne rendent compte que des classes de mots pouvant être dissociées. Cependant, aucune interprétation n'est réalisée par ce type de logiciel. Il revient au chercheur de déchiffrer chacune des classes. Pour ce faire, les mots sont classés par niveaux de Khi 2. Une analyse des termes ayant le plus fort niveau de khi 2 nous permet de réaliser une interprétation des classes définies par l'analyse. Lors de l'établissement du corpus de texte, il est possible de déterminer les caractéristiques relatives à l'individu. Il s'agit d'une « ligne étoilée », dans laquelle nous avons défini le niveau de responsabilité, le niveau de performance financière, le nom et le secteur de la firme. Ces prédispositions vont nous permettre de définir les profils relatifs à chaque classe de discours.

Nous avons déterminé pour chaque entreprise le niveau de force, de faiblesse et de responsabilité globale. Ces caractéristiques correspondent à la notation KLD. Cette notation est identique à celle précédemment utilisée dans l'ensemble des chapitres. Toutefois, nous

---

<sup>324</sup> Seigneur, A. (2011). *op. cit.* p.43.

<sup>325</sup> Attarça, M., & Jacquot, T. (2005). *op. cit.* p.9.

considérons que le discours responsable se construit au fil de plusieurs années d'activité dans ce domaine. Nous avons cherché à faire transparaître le niveau de responsabilité comme une moyenne des cinq dernières années. Nous évitons alors des comportements opportunistes d'une année sur l'autre, même si la note reste relativement stable. Deux niveaux de forces et de faiblesses sont possibles. Une force forte ou faible et une faiblesse forte ou faible. Concernant le niveau de responsabilité globale, trois niveaux ont été retenus. Une responsabilité faible, moyenne ou forte. Ces niveaux sont déterminés par la comparaison entre les firmes présentes dans notre analyse.

La performance financière est égale à la rentabilité logarithmique moyenne des actions entre 2008 et 2012. Cette moyenne nous permet de lisser la rentabilité du prix des actions, et ainsi éviter des effets de volatilité de court terme, l'approche responsable se construisant sur le long terme. De plus, cette période post-crise financière permet l'analyse d'une période homogène sur le plan économique. En effet, durant cette période, le marché américain s'engage progressivement à un retour à la croissance. La performance financière peut être définie comme faible, moyenne ou forte. Elle correspond à une comparaison des performances entre les firmes analysées dans notre échantillon.

Notre échantillon contient 202 entreprises du S&P 500 en 2012. Il est identique à celui retenu dans notre chapitre II. Les rapports de développement durable analysés font référence à la norme GRI 3.1, en vigueur en 2012. Les rapports GRI ont été récupérés sur la plateforme de données Bloomberg. Le nombre de rapports analysés est répertorié au sein du tableau 61. Nous y retrouvons également le nombre d'unités textuelles traitées. Un pourcentage supérieur à 60 % constitue un résultat satisfaisant pour une analyse. Un fragment des 202 entreprises de notre base de données ne dispose pas de rapports responsables. Nous avons choisi de ne pas traiter le secteur de la vente en gros et de la construction, étant donné le nombre relativement faible d'individus sur ces secteurs.

Tableau 61 : Nombre d'individus par analyse lexicale

	Nombre d'individus	Pourcentage d'UCI exploitées
Discours des dirigeants	132	75 %
Analyse globale	53 <sup>326</sup>	97 %
<b>Minier</b>		
Minier	6	84 %
<b>Production industrielle</b>		
Production industrielle	32	91 %
<b>Vente au détail</b>		
Vente au détail	9	86 %
<b>Finance</b>		
Finance	14	60 %
<b>Services</b>		
Services	9	81 %
Total d'individus sur l'analyse par secteur	70	

Nous procéderons dans un premier temps à une analyse des discours des dirigeants, puis à une analyse globale des rapports responsables, avant d'effectuer une analyse par secteur. Nous caractériserons chacune des classes lexicales et révélerons leurs enjeux implicites. Nous utiliserons les caractéristiques présentes et absentes de chacune des classes afin de répondre à nos hypothèses.

#### IV. Résultats

Nos résultats témoignent d'importantes divergences dans les discours recueillis au sein des rapports responsables. En fonction des entreprises et de leurs niveaux de responsabilité, nos résultats mettent en avant des champs lexicaux divergents. Ceux-ci nous renseignent quant aux réelles intentions des dirigeants. Nous analyserons tout d'abord le discours introductif relayé par le Président Directeur Général (PDG). Nous aborderons par la suite une approche généralisée à l'ensemble des rapports responsables. Enfin, nous distinguerons les champs lexicaux en fonction des secteurs.

<sup>326</sup> Le nombre de discours analysés est moindre du fait de la taille maximale autorisée dans l'utilisation du logiciel alceste (5 Mo). Cette taille maximale a été atteinte avec ces 53 PDF. Nous avons diminué le nombre d'individus sur le secteur de la production industrielle. Cela nous a également permis d'apporter un équilibre entre les différents secteurs sur l'analyse globale. Le nombre d'individus sur le secteur de la production industrielle passant de 32 à 15.

## A. Le discours du dirigeant

En introduction du rapport responsable, la GRI préconise une allocution du directeur général de l'entreprise. Celle-ci doit mentionner les points forts du rapport, les échecs enregistrés et l'évaluation des performances, comparativement aux concurrents, (Garric, Léglise, et Point, 2006)<sup>327</sup>. Ce discours est le plus souvent assez court et aborde les priorités de l'entreprise. Au sein de ce corpus, plus de 75 % des unités textuelles ont été classées. Notre analyse révèle de forts contrastes lexicaux identifiables par les investisseurs. Quatre classes de mots distinguent des profils hétérogènes, relativement au niveau de performance responsable et de performance financière. Nous avons nommé les classes en fonction des plus forts niveaux de Khi 2. Le tableau ci-dessous relate le nom des classes, le pourcentage d'unités textuelles représenté par cette classe et les formes lexicales récurrentes. Nous y retrouvons également les caractéristiques qui définissent chacune des classes, ainsi que les caractéristiques absentes. Ces dernières sont particulièrement importantes.

---

<sup>327</sup> Garric, N., Léglise, I., & Point, S. (2006). *op. cit.* p.13.

Tableau 62 : Synthèse des champs lexicaux présents dans les discours des dirigeants

Numéro de classe	Classe 1	Classe 2	Classe 3	Classe 4
Unité textuelle totale	26 %	17 %	38 %	19 %
Nom de classe	« Rejets et consommation »	« Rapport à la communauté »	« Performance de long terme »	« Gouvernance »
Mots représentatifs	Emission ; Energ ; Reduce ; Gas ; Water ; Waste ; Efficienc ; Recycle ; Lower	Educat ; Vounteer ; Student ; Nonprofit ; Donate ; Veteran ; Care	World ; Business ; Sustain ; Company ; Shareholder ; Future ; Value ; Long ; Growth	Respons ; Corporate ; Manage ; Governance ; Risk ; Ethical ; Director ; Principle
Caractéristiques présentes	RSE_faible ; Forces_faibles ; secteur_des_transports	Force_forte ; RSE_forte ; Perf_fie_faible ; Secteur_financier ; Secteur_vente_detail	RSE_forte ; Perf_fie_forte ; Faiblesse_faible ; Secteur_financier ; Secteur_services	Perf_fie_moyenne ; RSE_Moyenne ; Faiblesse_forte ; Secteur_minier ; Secteur_prod_indus
Caractéristiques absentes	Forces_fortes ; RSE_moyenne ; RSE_forte ; Secteur_financier	RSE_faible ; Perf_fie_forte ; Secteur_transport	RSE_faible ; Perf_fie_moyenne ; Faiblesses_forte ; Secteur_minier ; Secteur_transport	RSE_forte ; Perf_fie_faibles ; Perf_fie_forte ; Faiblesses_faibles ; Secteur_transport ; Secteur_financier
Entreprises représentatives	WM ; F ; AEE ; NAV	MO ; BMY ; WFC ; C ; PNC ; BA ; CSCO	CMI ; MAT ; MCD ; DD ; AIG ; IPG ; PEP	PFE ; MRO ; NEM ; EQT ; CVX ; HES

## 1. Le discours stratégique, promoteur de performance globale

Le premier discours relate une approche que nous qualifierons de stratégique. Il correspond à la classe d'unités textuelles numéro trois « Performance de long terme ». Les directeurs de ces firmes adoptent un vocabulaire en lien avec la performance de long terme de l'entreprise (*Business, Sustain, Company, Shareholder, Future, Value* etc.). Ce discours s'inscrit au sein d'une approche globale faisant une place importante à la valeur et aux actionnaires. Les caractéristiques ajoutées dans notre analyse nous apportent des informations cruciales. Tout d'abord, ce type de discours correspond à des firmes dont le niveau de responsabilité est élevé. Le niveau de RSE globale y est fort également. De plus, ces entreprises connaissent un faible niveau d'externalités négatives. Ces caractéristiques sont

confirmées par l'absence visible d'une RSE faible et de faiblesses importantes. D'autre part, ce discours concerne des entreprises dont la performance boursière des dernières années a été forte comparativement à l'échantillon sélectionné.

*« I am enthusiastic about our 2013 plan and believe our transformation efforts will make us better, stronger, and more competitive. The outstanding efforts, commitment, and dedication of our people give me confidence in our ability to successfully execute our plan »*  
Individu n°123 (ticker\_CTB)

Nous aurions pu supposer que des discours centrés sur la question de la valeur seraient corrélés négativement à la responsabilité. Le champ lexical s'articulant au sein d'une approche instrumentale de la RSE. Cependant, ces firmes s'avèrent manifestement responsables et performantes financièrement. Ce constat peut s'interpréter dans deux schémas conceptuels. Tout d'abord, la bonne performance financière serait le moyen de développer le niveau de responsabilité. Il s'agirait ici d'une approche par le cercle vertueux défini par Waddock et Graves (1997). La deuxième explication est relative à la question d'une stratégie définie sur le long terme dans ces rapports. Le corpus textuel de cette classe est plutôt proche de celui que l'on retrouve au sein des rapports annuels, ces derniers étant généralement à destination des uniques investisseurs. La présence de ce champ lexical suggère que le directeur général conçoit la responsabilité de l'entreprise conjointement aux objectifs de la firme. Nous supposons que cette approche permet d'infuser de la responsabilité à l'ensemble des domaines stratégiques de l'entreprise. Nous rejoignons alors l'approche des théories des organisations où la responsabilité permet de limiter les freins à l'activité de l'entreprise.

Dans ces deux cas, la présence prépondérante d'éléments de langage liés à la stratégie, au long terme, à la valeur, et aux actionnaires, est positive pour un investisseur. Ce type de discours ne laisse entrevoir aucune stratégie d'enracinement du manager. Ces firmes sont à privilégier pour un investisseur désireux de combiner performance responsable avec la performance financière.

Graphique 24 : Champ lexical lié au discours stratégique



## 2. Le discours philanthropique comme manœuvre d'enracinement

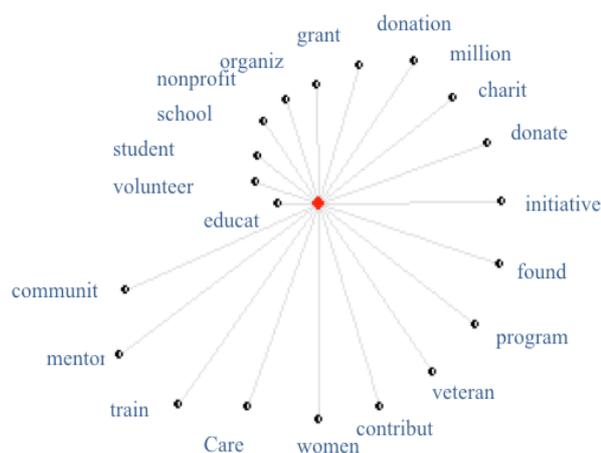
L'analyse de discours du dirigeant révèle également une récurrence du champ lexical lié aux actes philanthropiques. Ce discours se réfère à la classe deux, que nous avons nommée « Rapport à la communauté ». Cette classe contient des termes relatifs à l'éducation (*Educat, Student, School* etc..) et aux dons (*Nonprofit, Grant, Charit, Contribut, Veteran* etc..). La mise en avant d'actions caritatives s'inscrit dans une démarche d'amélioration du niveau de responsabilité. Elles sont assimilables à des forces. Ce constat est confirmé par la présence d'entreprises caractérisées par un niveau de force élevé. De même le niveau de responsabilité globale est également important. Néanmoins, les firmes en question sont caractérisées par une performance financière faible, à la différence du discours stratégique qui présente des firmes plus performantes financièrement pour un niveau de responsabilité équivalent.

« *In financial year 11 and financial year 12, we matched employee donations to 2 800 nonprofits and initiated more than 1 000 volunteer projects to support schools, teachers, food banks, the environment, health and human service organizations globally* » Individu N°32 (ticker\_ORCL)

Ce discours peut faire transparaître une stratégie d'enracinement du dirigeant. La faible performance financière de l'entreprise incite les managers à mettre en place des actions susceptibles de sauvegarder leurs postes. La théorie des organisations relate que les appréhensions et craintes relatives à l'arrivée d'une nouvelle direction incite les employés à soutenir les dirigeants déjà en place. Ce sentiment peut être renforcé par des dépenses envers la communauté qui se révèlent être un bon moyen de maintenir ses positions. Elles permettent une adhésion des employés au travers des projets philanthropiques mis en place. D'autre part, sur le plan médiatique, la firme et son dirigeant seront valorisés et bénéficieront d'une image positive qui peut compenser des résultats en berne. La mise en avant des activités philanthropiques est soupçonnable de stratégie d'enracinement, d'autant plus si ces activités ne sont pas liées aux parties prenantes qui subissent les externalités négatives de la firme.

Nous remarquons également que les firmes du secteur financier sont représentatives de cette classe. Il n'est pas étonnant que les firmes de ce secteur soient concernées par un discours composé d'une dominante relative à la communauté. Les travaux de Soana (2011) préconisent le développement des activités communautaires pour l'amélioration de la performance. Néanmoins, la prédominance de ce type de discours dans le message du directeur général ne semble pas nécessairement conduire à une forte performance financière, à la différence du discours stratégique. En effet, ce dernier est fortement présent dans ce secteur également. Il est alors préférable au sein du secteur financier d'investir dans des firmes financières ayant un discours stratégique dominant. À niveau de responsabilité égale, ces dernières relatent une performance financière accrue.

Graphique 25 : Champ lexical lié au discours philanthropique



### 3. Le discours d'apparence, révélateur de nombreuses faiblesses

Le discours qualifié « d'apparence » est relatif à la classe quatre de notre analyse. Celle-ci est nommée « Gouvernance », du fait d'une surreprésentation de termes en lien avec cette question. Nous y retrouvons les racines lexicales « *corporate, manage, governance, risk, ethical, director, report, etc.* ». Cette classe est caractérisée par de nombreuses externalités négatives. Cependant, le niveau de responsabilité globale est moyen. La question d'une bonne gouvernance semble alors cachée par de nombreuses faiblesses. Il s'agit d'entreprises ayant une performance financière strictement moyenne.

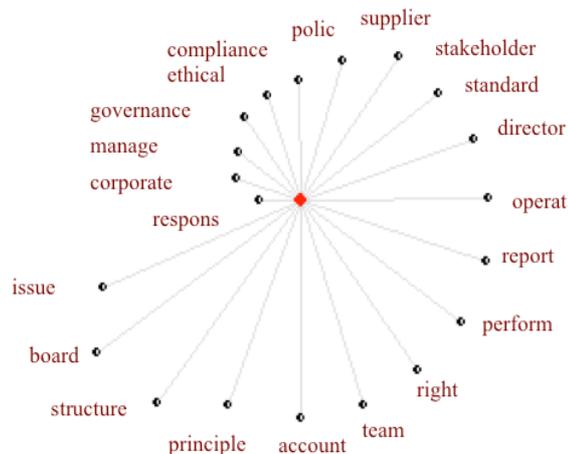
« *We are committed to communicating openly about our governance structures and processes. In the governance section of this report, for example, we have reported on our efforts to revise our executive compensation policy to adress stakeholder concerns.* » Individu N°128 (Ticker PFE)

Nous supposons que ces firmes ne disposent peut-être pas des ressources nécessaires pour mettre en place une démarche responsable suffisante. La non-présence de *cash-flows* supplémentaires n'incite pas à des dépenses n'étant pas en lien direct avec l'activité de l'entreprise. En outre, la performance financière relativement moyenne n'incite pas à

développer des stratégies d'enracinement par les managers. La divulgation d'informations spécifiques à la gouvernance permet de rassurer les actionnaires, le ralliement des autres parties prenantes ne leur étant pas forcément nécessaire.

Ce type de discours est cependant relativement limité. Il ne montre pas d'intérêt envers les autres dimensions de la responsabilité. Seule la question de l'éthique est présente. Quand bien même la gouvernance constitue une part importante de la responsabilité, elle ne peut faire l'état de l'ensemble de la question de la responsabilité dans un discours plutôt introductif. Ce constat est d'autant plus surprenant que ce sont majoritairement des entreprises issues du secteur minier qui sont les plus représentatives de cette classe. Des enjeux plus importants que la question de la gouvernance pourraient alors être soulevés par le directeur général, les externalités négatives de ces firmes étant généralement importantes.

Graphique 26 : Champ lexical lié au discours d'apparence



#### 4. Le discours technique, éloigné de l'approche responsable globale

Le discours technique correspond à la classe une nommée « Rejets et consommation ». Il relate les termes relatifs à la limitation des émissions polluantes. Nous y retrouvons des mots clefs tels que « *emission, energ, reduce, waste, greenhouse, reduction, etc.* ». Les directeurs ayant recours à ce type de discours dirigent des firmes peu responsables. En effet,

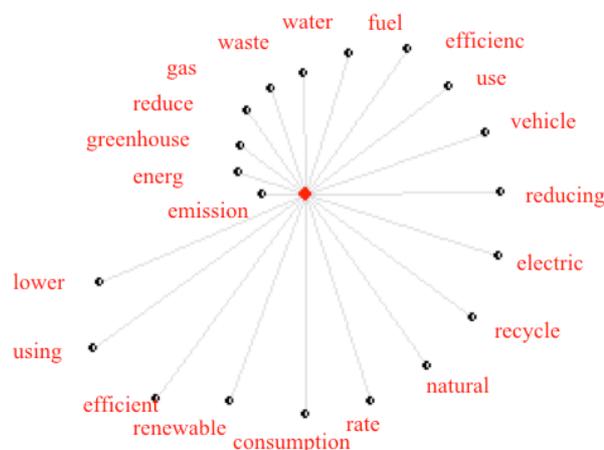
le score de force est faible et le niveau de responsabilité globale l'est également. Aucune caractéristique relative au niveau de performance financière n'est liée à cette classe.

Ces entreprises ne sont pas proactives en termes de responsabilité. Le niveau de force faible ne relève pas d'un engagement volontaire. Nous supposons que ces firmes cherchent uniquement à limiter les externalités négatives. Ces réductions consenties par la firme ne semblent pas suffisantes pour en faire une entreprise responsable. Nous avons affaire à une approche technique liée à l'exposition de données chiffrées censées apporter de la crédibilité à l'action responsable.

« *We increased our plastics recycling by 180 % since 2008. Nineteen of our 39 manufacturing plants sent zero waste to the landfill. We increased our fleet efficiency by 9,75 % in the past year, and by 25,5 % since 2008* » Individu N°8 (ticker KR)

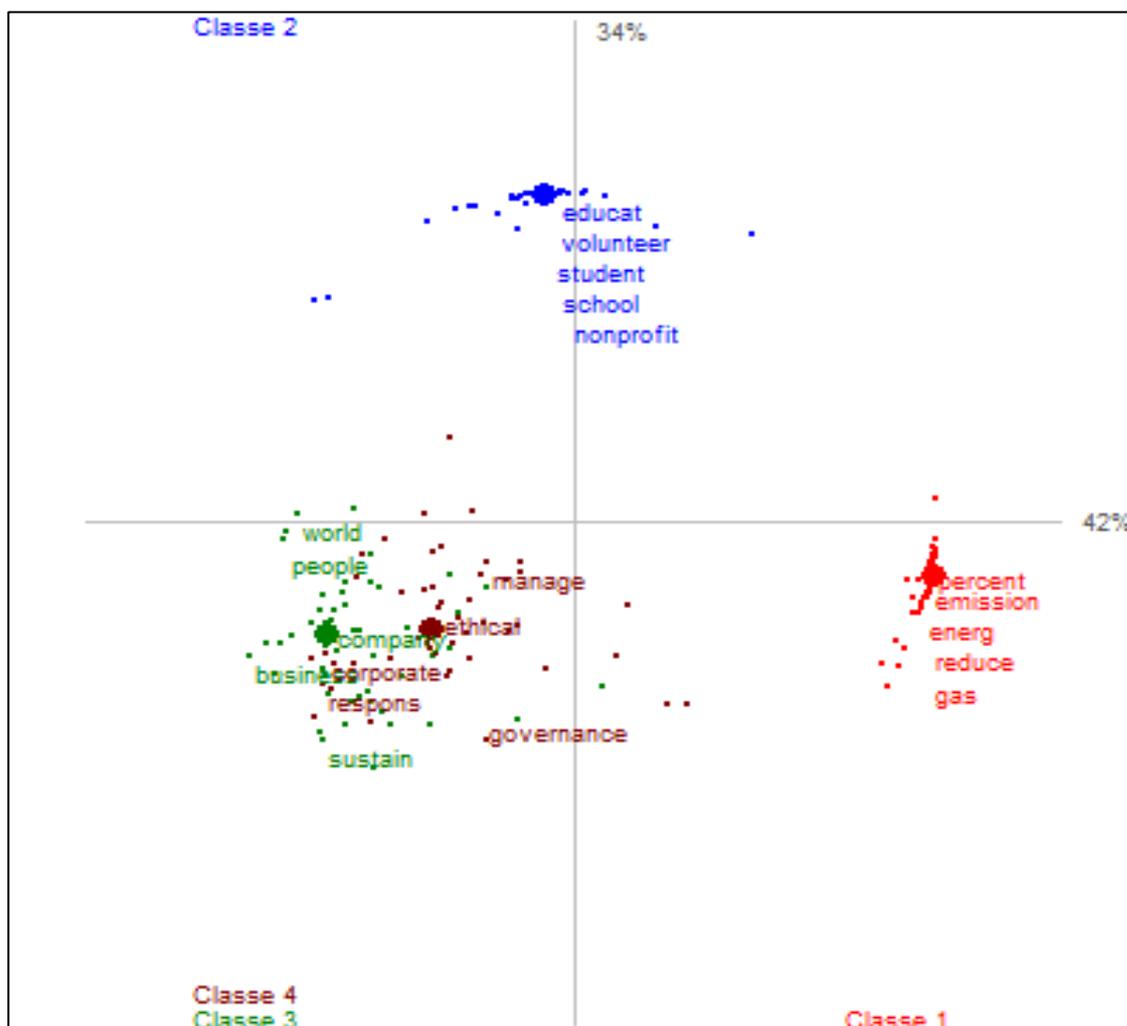
Cependant, cette approche technique dans le discours des dirigeants cache une responsabilité globale déficiente. Il n'y a ici qu'une limitation des externalités négatives préexistantes à l'activité, la responsabilité se définit avant tout comme une attitude proactive. Les firmes dont les CEO proposent ce type de discours ne devraient pas être retenues par les investisseurs soucieux du niveau de responsabilité. Il manque une considération stratégique à ces discours. Le rapport responsable s'assimile alors à un effet de style permettant l'amélioration de l'image de marque.

Graphique 27 : Champ lexical lié au discours technique



Ainsi, l'analyse du discours des dirigeants peut donner des pistes relatives au niveau de responsabilité des firmes. Pour un investisseur soucieux du niveau de responsabilité, il sera préférable de sélectionner des firmes dont le discours du dirigeant sera majoritairement axé sur la stratégie et le long terme. Des discours trop techniques cachent une responsabilité en retrait. Le discours sur la gouvernance ne montre pas un grand intérêt pour la question de la responsabilité globale de la firme. Enfin, le discours philanthropique rejoint des actions proactives, mais susceptibles de se constituer en manœuvre d'enracinement. Une analyse globale des rapports responsables est nécessaire afin d'affiner nos conclusions.

Graphique 28 : Analyse factorielle en corrélation des différents champs lexicaux présents dans les discours des dirigeants



## B. Le rapport responsable

L'analyse des discours des dirigeants n'est vraisemblablement pas suffisante pour rendre compte du niveau de responsabilité de la firme. Il est nécessaire de révéler les stratégies de divulgation afin de constituer un objet de décision pour les investisseurs. Notre analyse de l'ensemble des rapports responsables nous renvoie à six classes de mots distinctes. Nous pouvons les regrouper en quatre considérations quant au niveau de responsabilité.

Tableau 63 : Noms des classes lexicales répertoriées au sein des rapports responsables

Classes répertoriées	Pourcentage d'unités textuelles	Nom des classes
Classe 1	29 %	« Employés et savoir-faire »
Classe 2	18 %	« Rapport à la communauté »
Classe 3	14 %	« Réduction et réutilisation des déchets »
Classe 4	14 %	« Réduction des consommations de matières »
Classe 5	18 %	« Droit du travail et éthique »
Classe 6	7 %	« Gouvernance »

### 1. Le discours compensateur

Tableau 64 : Classes relatives au discours compensateur

Numéro de classe	Classe 1	Classe 2
Nom de la classe	« Employés et savoir-faire »	« Rapport à la communauté »
Mots représentatifs	Care ; Women ; Skill ; Talent ; Job ; Experience ; Recruit ; Opportunities	Donate ; Reliev ; Disaster ; Charit ; Fund ; Communit. Home ; Children ; Hurricane ; Heroes ; Nonprofit
Caractéristiques présentes	Perf_fie_forte ; Perf_fie_moyenne ; Perf_fie_faible ; RSE_moyenne ; Force_faible ; Secteur_financier	Perf_fie_moyenne ; RSE_moyenne ; Faiblesses_fortes ; Forces_faibles ; Secteur_financier ; Secteur_vente_détail
Caractéristiques absentes	Faiblesses_faible ; RSE_forte ; Secteur_minier	Perf_fie_forte ; RSE_forte ; Secteur_prod_indus
Entreprises représentatives	BA ; AET ; THC ; HUM ; CI ; MMC ; ABT	LOW ; WFC ; JPM ; USB

Deux types de discours sont susceptibles de dissimuler un important niveau de faiblesse. Nous y retrouvons la classe une « Employés et savoir-faire » et la classe deux « Rapport à la communauté ». La première est liée aux compétences, à la protection des salariés, et à la diversité, « *care, women, skill, talent, job, etc.* ». La seconde relative à la philanthropie, avec des racines de mots identifiés tels que « *donate, reliev, disaster, charit, fund, etc.* ». Ce sont des entreprises spécifiées par une responsabilité globale moyenne, plutôt basse étant donnée l'absence de la caractéristique RSE\_forte pour les deux classes. Malgré un niveau de responsabilité identique, des différences sont notables concernant la performance financière.

Tout d'abord, le champ lexical de la classe une est propre à tous types de performances financières. Celui-ci ne serait pas l'apanage d'un niveau de performance donné. Nous considérons que la prise en compte du capital humain dans l'entreprise est susceptible d'aboutir à différents résultats. Au sein des organisations, les employés sont l'une des parties prenantes les plus influentes. Cette démarche responsable peut être pensée dans un processus d'amélioration de la performance et jouer le rôle du cercle vertueux entre performance responsable et performance financière, ce qui corrobore les travaux de Edmans (2011) et Huselid (1995). Cependant, il est également aisé que ce type de discours ne soit pas corrélé à des actions responsables tangibles. Alors, cette approche ne sera pas proactive.

*« An environment that gives our employees the opportunity for networking, professional development, community outreach, and sharing different cultures. Gap gay employees, allies resources, gear. Established in 2006, gears mission is to create an inclusive and supportive environment » Individu N°7 (ticker\_GPS)*

Ensuite, le champ lexical de la classe deux se caractérise par une performance financière moyenne. Celle-ci serait plutôt basse étant donné l'absence notable de la caractéristique performance financière forte. Les dépenses à direction des communautés seraient alors décorréliées des activités de la firme, ce qui dissimulerait de possibles stratégies d'enracinement des managers. En outre, le niveau de responsabilité n'est pas pour autant plus élevé. Une prédominance de ce discours dans le rapport responsable relaterait le plus souvent de nombreuses faiblesses.

*« 30 000 grant. The winner was the Arkansas food bank, and the funding received will help to establish a backpack program in hector ark. At an elementary school that serves many*

*low income students. Nearly 400 employees, friends and family volunteered for the kid against hunger (...) Million meal marche vent to pack for families in omaha* » Individu N°9 (ticker\_LOW)

Enfin, le secteur financier est fortement représenté dans ces deux types de discours. Il serait alors préférable pour un investisseur de favoriser les entreprises du secteur ayant recours aux termes relatifs au capital humain et à la diversité, plutôt qu'au discours relatif à la communauté, la possibilité d'une stratégie d'enracinement étant plus forte pour cette deuxième classe de mots.

## 2. Le discours technique, une approche réglementaire

Notre analyse révèle un deuxième type de discours. Il est reconnaissable par les champs lexicaux relatifs aux respects des normes. La classe lexicale quatre nommée « Réduction des consommations de matières » et la classe cinq nommée « Droit du travail et éthique », sont relatives aux termes que nous qualifions de « techniques ». Ces discours s'attachent à mettre avant des éléments précis et tangibles. La classe quatre vise au respect et à la limitation des émissions consécutives à l'activité des firmes (*Energ, émission, fuel, reduce, efficien, engine, greenhouse, carbon*). Ces termes supposent que nous trouverons des données précises et quantifiables. La classe cinq renvoie au respect de la loi et une éthique des produits, afin de limiter les risques (*conduct, safe, labor, right, practice, law, monitor, incident, audit, ethical*).

L'emploi de ces discours dissimule une performance responsable faible. Les entreprises semblent alors sur-communiquer sur leur responsabilité. Cependant, le discours reste peu enclin à un réel investissement dans des actions responsables nouvelles. Nous pensons que ces entreprises seraient suiveuses dans l'établissement de normes responsables. Le rappel à la loi dans la classe cinq justifie d'un respect des conditions actuelles du marché, sans pour autant que ces entreprises soient proactives. La RSE se définissant avant tout comme une approche proactive et se voulant en amont des contraintes réglementaires. La classe textuelle quatre demeure sur le même registre. Un agent qui souhaite investir dans des entreprises responsables ne devra pas axer ses choix sur l'apparente technicité du discours.

Nous notons toutefois des différences quant à la performance financière entre les deux classes de mots. L'apparition soutenue des questions liées au droit du travail et à l'éthique renvoie aux firmes caractérisées par une performance financière forte. Nous supposons que le respect des lois et de la qualité des produits vendus permet de limiter les risques de la firme. Toutefois, concernant le discours sur la réduction des consommations, le niveau de performance financière des firmes est hétérogène. Cette performance sera soit forte ou faible, mais jamais moyenne. Il est possible que ces discours masquent deux types d'entreprises. Il sera alors nécessaire pour un investisseur de prendre des éléments complémentaires en considération.

Tableau 65 : Classes relatives au discours technique

Numéro de classe	Classe 4	Classe 5
Nom de la classe	« Réduction des consommations de matières »	« Droit du travail et éthique »
Mots représentatifs	Energ ; Emission ; Fuel ; Reduce ; Efficien ; Engine ; Vehicule ; Greenhouse ; Carbon	Conduct ; Safe ; Labor ; Right ; Practice ; Law ; Monitor ; Incident ; Audit ; Stakeholder ; Ethical
Caractéristiques présentes	RSE_faible ; Perf_fie_forte ; Perf_fie_faible ; Secteur_prod_indus ; Secteur_services	Perf_fie_forte ; RSE_faible ; Secteur_minier
Caractéristiques absentes	Perf_fie_moyenne ; Secteur_financier	Perf_fie_faible ; Perf_fie_moyenne ; RSE_moyenne
Entreprises représentatives	CAT ; CMI ; R	GPS ; NEM ; MRO ; MSI

Classe quatre :

*« Integrated machine systems and technologies improve productivity for greater accuracy, lower fuel use and reduced machine wear. Decreases in fuel consumption result in a decrease of consumption of carbon, reducing greenhouse gases. (...) Total machine fuel efficiency improvements of 2 to 12 percent decrease carbon emissions and customer fuel cost »*

Individu n°41 (ticker\_CAT)

Classe cinq :

*« We are committed to protecting human right in our workplace and throughout our supply chain. (...) organizational risk assesment, impact assesment, training and awareness. Our code of conduct and workplace standard and ethical sourcing policy help our employees*

*understand these issues, and act in accordance with policies addressing employee health and safety, labor standards, environmental protection.* » Individu n°46 (ticker\_GIS)

### 3. Le discours technique proactif, vecteur d'une réelle éthique

Les firmes peuvent également adopter une autre forme de discours technique. À la différence du précédent, celui-ci aura une connotation proactive plus marquée. En effet, l'accent est alors mis sur la réutilisation des déchets au sein du processus de production. Ce discours concerne la classe trois nommée « Réduction et réutilisation des déchets ». Elle comporte des racines de mots clefs tels que « *recycl, waste, material, reuse, minimize, etc.* ». Ce champ lexical est relatif à des firmes disposant d'un fort niveau de responsabilité, marqué par une absence notable de faiblesse et disposant de nombreuses forces. Ces entreprises ont fortement intégré le processus de responsabilité au sein de leur stratégie et leur processus de production. Il n'est pas étonnant que ce discours soit assimilé aux entreprises dont la performance financière est forte. À l'image de l'analyse de discours des dirigeants, une intégration des préoccupations responsables au sein des activités de l'entreprise témoigne d'un fort niveau de responsabilité et souvent d'une performance financière élevée.

*« Improve product quality and significantly reduce waste. This year, we estimate that rpcs will eliminate the use of more than 45 million pounds of waxed and corrugated boses. Recycle encouraging our associates and our customers to increase recycling (...) Plastic bags are collected and recycled into product such as new recycled plastic bags, landscape materials and plastic composite lumber »* Individu N°8 (ticker\_KR)

Ce type de discours est assimilé aux entreprises du secteur de la production industrielle. Le discours technique relatif à la classe quatre était également lié à ce secteur. Il convient pour un investisseur responsable de favoriser les entreprises arborant un discours plus proche de la classe « Réduction et réutilisation des déchets » que celle concernant la « Réduction des consommations de matières ». D'autre part, ce type de discours sera également à favoriser dans le choix des entreprises du secteur minier.

Tableau 66 : Classe relative au discours technique proactif

Numéro de classe	Classe 3
Nom de la classe	« Réduction et réutilisation des déchets »
Mots représentatifs	Recycl ; Waste ; Material ; Environmental ; Reuse ; Contain ; Chemical ; Minimize
Caractéristiques présentes	RSE_forte ; Perf_fie_forte ; Secteur_prod_indus ; Secteur_minier
Caractéristiques absentes	Faiblesses_forte ; Force_faible ; RSE_moyenne ; Secteur_financier
Entreprises représentatives	XXR ; WFM ; CLX

#### 4. Un discours de gouvernance distant des prérogatives de la responsabilité globale

À l'image des résultats précédents, la prépondérance des enjeux de gouvernance dans les discours responsables n'est pas l'assurance d'une réelle responsabilité de la firme. La classe textuelle six est relative à la gouvernance et comprend les racines de mots tels que « *board, commitee, director, politi, govern, etc.* ». Cette classe est caractérisée par des faiblesses importantes et des actions responsables proactives faibles. La présence surabondante de la gouvernance dans le rapport responsable semble signifier une inaction de l'entreprise dans le domaine de la responsabilité, l'entreprise se focalisant sur l'unique question de la gouvernance. D'autre part, il s'agit de firmes ayant une performance financière moyenne. Il convient dans ces rapports de justifier auprès des actionnaires d'une bonne gestion, afin de se montrer rassurant. Ces entreprises délaisseraient la définition globale de la RSE et donc une fraction des parties prenantes.

Tableau 67 : Classe relative au discours de gouvernance

Numéro de classe	Classe 6
Nom de la classe	« Gouvernance »
Mots représentatifs	Board ; Commitee ; Director ; Politi. Officer ; Govern ; Execut ; Chief ; Independant
Caractéristiques présentes	Perf_fie_moyenne ; Faiblesses_fortes ; Forces_faibles ; Secteur_minier ; Secteur_financier
Caractéristiques absentes	Faiblesses_faibles ; Perf_fie_forte ; Secteurs_prod_indus ; Secteur_vent_détail
Entreprises représentatives	HAL

« The board of directors has three standing committees : audit ; compensation and human resources ; and corporate governance and nominating. All committee members are independent, according to the criteria for independence established by the nasdaq rules. Our executive officers oversee a strong system of internal controls and compliance with corporate policies and applicable laws and regulations » individus n°30 (ticker\_ADSK)

Graphique 29 : Analyse factorielle en corrélations avec les différentes classes de discours



L'analyse sémantique de l'intégralité des rapports de développement durable laisse entrevoir des champs lexicaux hétérogènes en fonction du niveau de responsabilité et de performance. Les différents discours renvoient aux considérations sur les stratégies de légitimation de Hahn et Lülfs (2014). La présence de légitimation par des faits indicatifs ou par l'autorisation se retrouve dans les classes relatives à la gouvernance, la réduction des



### a) *Une réponse évasive*

Notre premier type de discours concerne les considérations n'étant pas en rapport direct avec le cœur de métier de l'entreprise ou du moins son processus de production. Il concerne la classe deux « Gouvernance et éthique », qui regroupe les termes tels que « *board, director, committee, law, ethics, corrupt* ». La classe quatre « Considérations générales », qui regroupe des termes plutôt génériques à la responsabilité tels que « *sustain, value, communit, engage* ». La classe cinq « Communauté et éducation », relative aux activités philanthropiques dont les termes sont liés à l'éducation et à la charité. Enfin, la classe six « Rapport avec l'étranger », correspond aux activités internationales de la firme. Les termes récurrents sont « *attract, Indones, competit, benefit, chain, etc.* ».

Ces classes ont pour particularité d'être caractérisées par une RSE strictement faible. Les externalités négatives sont également importantes. Le niveau d'actions proactives susceptibles de se mouvoir en force est généralement faible. Seule la classe cinq relative à la communauté dispose de forces importantes. Cependant, au sein de cette dernière classe, le discours responsable proactif ne suffit pas à compenser le niveau de faiblesse élevé. De ce fait, nous pouvons considérer que ces classes regroupent un discours généraliste sur la responsabilité. Il ne semble pas être corrélé à un haut niveau de responsabilité des firmes. Un investisseur, suivant une rationalité éthique, devra se détourner de firmes caractérisées par une prédominance de ce type de discours dans les rapports de responsabilité.

D'autre part, aucune de ces classes ne renvoie à une performance financière forte. Les classes quatre et six développent un champ lexical flou correspondant à des firmes définies par les performances financières les plus faibles.

Tableau 68 : Caractéristiques des classes présentes dans le discours généraliste du secteur minier

	Classe 2	Classe 4	Classe 5	Classe 6
Unité textuelle totale	12 %	16 %	20 %	14 %
Nom de la classe	« Gouvernance et éthique »	« Considérations générales »	« Communauté et éducation »	« Rapport avec l'étranger »
Mots représentatifs	Board ; Director ; Committee ; Law ; Ethics ; Corrupt ; Regul	Systain ; Value ; Communit ; Engage ; Stakeholder ; Relation ; Business ; Environmental	School ; Educat ; Student ; Engineer ; Fund ; Sponsor ; Charit	Attract ; Indones ; Competit ; Benefit ; Chain ; Ghana
Caractéristiques présentes	Perf_fie_moyenne ; RSE_faible ; Faiblesses_forte ; Forces_faibles	Perf_fie_faible ; RSE_faible ; Faiblesses_fortes ; Forces_faibles	Force_forte ; RSE_faible ; Faiblesses_forte ; Perf_fie_moyenne	Forces_faibles ; Perf_fie_faible ; RSE_faible. Faiblesse_forte
Caractéristiques absentes	Perf_fie_faible ; Faiblesses_faibles ; RSE_forte	Perf_fie_moyenne ; RSE_forte ; Faiblesses_faibles	Force_faible ; RSE_moyenne ; Faiblesse_faible ; Perf_fie_faible	Force_forte ; Perf_fie_moyenne

#### b) Le lien avec le cœur de métier

Deux classifications de mots sont relatives à une responsabilité élevée. Nous y retrouvons la classe correspondant à la « Limitation des rejets ». Dont les mots récurrents sont « *water, gas, use, emission, fuel, reduce* ». La classe trois « Risques et employés » est également comprise dans ce discours. Cette dernière concerne des termes tels que « *incident, safe, risk, improve, injur, health* ». Ces classes corroborent les résultats des analyses précédentes. En effet, il semblerait qu'un discours en concordance avec les activités de la firme soit susceptible de vérifier une responsabilité élevée.

Toutefois, nous pouvons distinguer deux stratégies responsables. La première consiste en une limitation des faiblesses. Le cas est particulièrement vrai pour les mots de la classe une. Ces derniers sont en effet en lien direct avec l'activité de la firme et du secteur. L'entreprise tente de réduire les externalités négatives inhérentes à son activité. Ensuite la deuxième stratégie consiste à amplifier les actions positives. Pour ce faire, une amélioration de la sécurité et du bien-être des salariés compense les externalités négatives difficilement compressibles. Cette dernière stratégie concerne des firmes ayant un discours dominé par la classe trois. Enfin, rien n'indique une moindre performance financière pour ces firmes.



### a) *Le processus productif*

L'analyse du discours responsable des firmes issues du secteur de la production industrielle nous renvoie à un premier constat similaire aux précédentes analyses. En effet, nous retrouvons deux classes d'unités textuelles relatives à la réduction des émissions et des externalités négatives. Ces deux champs lexicaux correspondent à la classe deux « Réduction des déchets » et la classe trois « Produits et recyclage ». La classe deux renvoie à des termes correspondant à une stricte réduction des émissions polluantes. Nous y retrouvons « *emission, energ, gas, reduce, efficienc, carbon, greenhouse* ». La classe trois fait état d'une prise en considération des rejets dans des termes relatifs à la transformation des produits au sein du processus de production. Nous y retrouvons les racines lexicales telles que « *matériel, recycl, use, fiber, content, alternative, etc.* ».

Analogiquement aux analyses précédentes, le champ lexical renvoyant au recyclage et à la réutilisation des produits sera davantage présent dans les discours d'entreprises caractérisées par une responsabilité importante. Les procédés de fabrication mis en avant relèvent d'actions responsables proactives. Ces dernières débouchent sur un niveau de force élevé. Le niveau d'externalités négatives est également faible pour ces firmes. En revanche, la prépondérance d'un discours de classe deux, centré sur l'unique limitation des rejets, caractérisera des firmes peu responsables. Seule la limitation des faiblesses de la firme légitime ce type de discours. Ainsi, l'entreprise reste dans le cadre des normes sans pour autant être en avance sur celles-ci. Les firmes caractérisées par un discours de la classe deux connaissent néanmoins une performance financière importante. En revanche, les firmes caractérisées par le champ lexical de la classe trois sont moins performantes financièrement. Un investisseur responsable devra consentir à un coût s'il souhaite investir de façon responsable.

Ensuite, la prise en compte du capital humain dans les rapports responsables relate un niveau de responsabilité élevé. La performance financière de ces firmes est relativement forte. Il s'agit d'entreprises utilisant les termes de la classe quatre nommée « Employés et diversité ». Cette classe regroupe les mots comme « *leader, divers, skill, women, innov, growth, workforce* ». Ce type de discours sera à favoriser dans la perspective d'un investissement responsable et performant.

Tableau 70 : Caractéristiques des classes présentes dans le discours du processus productif pour le secteur de la production industrielle

Numéro de classe	Classe 2	Classe 3	Classe 4
Unité textuelle totale	22 %	10 %	20 %
Nom de la classe	« Réduction des déchets »	« Produits et recyclage »	« Employés et diversité »
Mots représentatifs	Emission ; Energ ; Gas ; Reduce ; Reduction ; Efficienc ; Greenhouse	Material ; Recycl ; Product ; Fiber ; Alternative ; Content	Leader ; Divers ; Talent ; Skill ; Diverse ; Women ; Innov ; Growth ; Leak ; Workforce
Caractéristiques présentes	Perf_fie_forte ; Force_faible ; RSE_faible	RSE_forte ; Faiblesse_faible ; Force_forte ; Perf_fie_faible	Perf_fie_forte ; Perf_fie_moyenne ; Force_forte ; RSE_forte
Caractéristiques absentes	Force_forte ; Perf_fie_faible ; RSE_moyenne	RSE_moyenne ; Perf_fie_moyenne ; Force_faible	RSE_moyenne ; Perf_fie_moyenne ; Force_faible

#### b) *Le rapport à la communauté et au droit*

La présence abondante du champ lexical relatif à la « communauté » (classe un) ou au « droit et à l'éthique » (classe sept) relate un niveau de responsabilité moyen. Cependant, ces mêmes niveaux de responsabilité correspondent à deux réalités distinctes. Tout d'abord, les firmes qui abordent des termes tels que « *children, school, donate, foundation, grant, etc.* » tentent de compenser leurs faiblesses par un niveau de force important. Elles adoptent un discours relatif à la philanthropie. Le niveau de force élevé suppose une réelle implication sur le terrain. Les dons auprès des communautés compensent alors les risques que supporte la population du fait des activités des firmes sur ce secteur. Néanmoins, la performance financière de ces firmes est faible. Il est alors probable que cette activité cache des stratégies d'enracinement.

La classe sept relative à l'éthique et au droit ne cherche qu'à limiter les faiblesses de l'entreprise. Aucune action proactive n'est alors mise en avant par la firme qui est ici caractérisée par un niveau de force faible. Les firmes mettant en avant ce type de langage cherchent uniquement à suivre la loi, mais ne remplissent pas les critères d'une démarche totalement responsable. Ces firmes sont caractérisées par une performance financière

moyenne, mais sensiblement basse du fait de l'absence du critère de performance financière forte.

Tableau 71 : Caractéristiques des classes présentes dans le discours relatif à la communauté et aux droits pour le secteur de la production industrielle

Numéro de classe	Classe 1	Classe 7
Unité textuelle totale	18 %	11 %
Nom de la classe	« Communauté »	« Droit et éthique »
Mots représentatifs	Children ; School ; Donate ; Foundation ; Grant ; Communit ; Support	Law ; Code ; Right ; Human ; Conduct ; Ethical ; Labor ; Regul
Caractéristiques présentes	Force_forte ; Perf_fie_faible ; RSE_moyenne	RSE_moyenne ; Perf_fie_moyenne ; Force_faible
Caractéristiques absentes	Faiblesse_forte ; Perf_fie_forte	Perf_fie_forte ; Faiblesse_faible ;

Ainsi, sur le secteur de la production industrielle les discours relatifs au recyclage et aux employés sont caractérisés par des firmes responsables, mais pas forcément les plus performantes financièrement. La prépondérance d'actions philanthropiques sonne comme un rattrapage vis-à-vis des nombreuses faiblesses. Enfin, les discours de respect à l'égard des normes en vigueur ne suffisent pas à concrétiser une démarche totalement proactive.

### 3. Le secteur de la vente au détail

Le secteur de la vente au détail révèle une concordance entre le niveau de responsabilité et le niveau de la performance financière. En effet, pour chacune de nos trois classes d'unités textuelles un niveau de responsabilité correspondra à un niveau de performance financière. Il devient alors évident pour un investisseur responsable d'effectuer un choix d'investissement en fonction du discours présent dans les rapports responsables. Les classes lexicales suggèrent que les firmes les plus responsables axeront leur discours sur le cœur de métier de l'entreprise. Les discours annexes semblent chercher à dissimuler des faiblesses importantes ou des actions proactives faibles.

La classe une relate le rapport avec la *supply-chain* et aux produits vendus par l'entreprise. Nous retrouvons les termes « *factor, vendor, business, compli, social, standard, product, practice* ». Les firmes qui déploient ce discours lié à l'activité de l'entreprise et à





a) *Une performance financière préjudiciable à la responsabilité*

Concernant le secteur financier, les classes une, deux et quatre relatives à la gouvernance, à la réduction des gaspillages, au travail et à la diversité sont toutes caractérisées par une performance responsable faible. En outre, pour chacune de ces classes, le niveau de performance financière est élevé. Cependant, le recours à ces discours dissimule des faiblesses importantes dans l'entreprise. Nous notons cependant que le discours lié à la gouvernance est caractérisé par des firmes ayant un niveau de force élevé. Il sera préférable pour l'investisseur responsable de favoriser le champ lexical de la classe un vis-à-vis des champs lexicaux des classes deux et quatre.

Tableau 73 : Classes de discours préjudiciables à la responsabilité sur le secteur financier

Numéro de classe	Classe 1	Classe 2	Classe 4
Unité textuelle totale	25 %	16 %	24 %
Nom de la classe	« Gouvernance »	« Réduction des gaspillages »	« Diversité et travail »
Mots représentatifs	Polic ; Risk ; Govern ; Board ; Review ; Committee ; Law	Energ ; Emission ; Reduce ; Waste ; Recycl ; Consumption ; Paper	Inclus ; Divers ; Women ; Network ; Resource ; Employee ; Workforce
Caractéristiques présentes	Faiblesse_forte ; Perf_fie_forte ; Force_forte	Faiblesse_forte ; RSE_faible ; Perf_fie_forte	RSE_faible ; Force_faible ; Perf_fie_moyenne ; Perf_fie_forte
Caractéristiques absentes	Faiblesse_faible ; Force_faible ; Perf_fie_moyenne	Faiblesse_faible	Perf_fie_faible ; RSE_moyenne ; Faiblesse_faible

b) *Le discours philanthropique et le cœur de métier*

L'analyse des discours laisse présager que pour ce secteur, les thématiques relatives à un niveau de performance responsable élevé ne sont pas en adéquation avec des firmes performantes financièrement. Le discours relatif à la classe cinq relate une approche

philanthropique. Nous y retrouvons les termes habituels tels que « *volunteer, school, student, educat, children, foundation* ». Il n'est pas étonnant de retrouver cette classe dans le discours du secteur financier, étant donné la prépondérance du secteur dans les activités philanthropiques. Toutefois, aucune mention du niveau de performance financière ne caractérise la classe.

D'autre part, la classe trois nommée « finance » correspond à l'utilisation des termes liés à l'activité du secteur. Nous y retrouvons les termes de « *housing, loan, afford, income, low, invest, mortgage* ». Ceux-ci relatent une incorporation des principes responsables au sein de l'activité de la firme. Encore une fois, l'utilisation de la responsabilité dans la stratégie de l'entreprise laisse apparaître un niveau de responsabilité élevé. Cependant, elle n'est cette fois pas corrélée à des firmes ayant une performance financière élevée.

Tableau 74 : Caractéristiques des classes liées à la philanthropie et au cœur de métier sur le secteur financier

Numéro de classe	Classe 3	Classe 5
Unité textuelle totale	19 %	16 %
Nom de la classe	« Finance »	« Communauté et dons »
Mots représentatifs	Housing ; Loan ; Afford ; Income ; Low ; Home ; Invest ; Mortgage ; Bill ; Credit	Volunteer ; School ; Student ; Educat ; Children ; Foundation
Caractéristiques présentes	RSE_moyenne ; Perf_fie_faible ; Force_forte ; Faiblesse_faible	Faiblesse_faible ; Force_faible ;
Caractéristiques absentes	RSE_faible ; Perf_fie_forte ; Force_faible ; Faiblesse_forte	Faiblesse_forte ; Force_forte ; RSE_moyenne

Il apparaît sur ce secteur qu'un discours lié à un fort niveau de responsabilité ne soit pas en adéquation avec un niveau de performance financière élevé. Il sera alors difficile pour un investisseur qui suivrait une rationalité éthique de se baser sur les rapports de responsabilité afin d'obtenir un portefeuille d'actions responsables et une performance financièrement.

## 5. Le secteur des services

Le secteur des services dévoile trois discours liés à la responsabilité. Le premier relatif à la réduction des émissions polluantes. Le second au cœur de métier. Le dernier axé sur la



Tableau 75 : Caractéristiques des classes relatives à la réduction des déchets sur le secteur des services

Numéro de classe	Classe 5	Classe 8
Unité textuelle totale	18 %	13 %
Nom de la classe	« Réduction des émissions »	« Réduction déchet et recyclage »
Mots représentatifs	Energy ; Emission ; Reduce ; Carbon ; Footprint ; Reduction ; Use	Waste ; Recycl ; Material ; Reuse ; Chemical ; Product ; Safe
Caractéristiques présentes	RSE_forte ; Force_forte ; Perf_fie_moyenne ; Perf_fie_faible ; Faiblesse_faible	Perf_fie_faible ; RSE_forte
Caractéristiques absentes	Force_faible ; Faiblesse_faible ; Perf_fie_forte ; RSE_moyenne	Perf_fie_moyenne ; Force_faible ; Faiblesse_forte ; RSE_faible. Force_forte ; Faiblesse_faible

### b) La supply-chain

À l'image des analyses précédentes, les entreprises de services développent un discours responsable lié à leur cœur de métier. Ce type de discours relate un niveau de responsabilité relativement élevé. Du moins, leurs niveaux de faiblesses ne sont pas importants. La classe textuelle quatre relate les questions logistiques liées au déplacement, dont les termes sont « *vehicule, fuel, natural, logistic, maintenance, alternative* ». Le niveau de responsabilité reste cependant en deçà de celui lié à la classe six. Cette dernière fait référence à la relation avec les parties prenantes directes de l'entreprise. Nous y retrouvons des termes liés à la relation de la firme avec ses employés et ses clients « *people, diverse, talent, client, better, social, innov* ». La performance financière semble meilleure pour les entreprises développant ce type de discours. Encore une fois, la prise en considération des employés relate une bonne performance globale.

Tableau 76 : Classes de discours relatives à la supply-chain sur le secteur des services

Numéro de classe	Classe 4	Classe 6
Unité textuelle totale	7 %	17 %
Nom de la classe	« Logistique transport »	« Relation »
Mots représentatifs	Vehicule ; Fuel ; Transport ; Natural ; Logistic ; Maintenance ; Alternative	People ; Diverse ; Talent ; Help ; Grow ; Client ; Better ; Social ; Empoyer ; Innov
Caractéristiques présentes	Perf_fie_faible ; RSE_moyenne ; Force_faible ; Perf_fie_moyenne	Faiblesse_faible ; Perf_fie_moyenne ; Force_forte
Caractéristiques absentes	Faiblesse_forte ; RSE_forte ; Force_forte ; Perf_fie_forte	RSE_faible ; Perf_fie_forte ; Faiblesse_forte ; Perf_fie_faible

### c) *L'aide à la communauté*

L'utilisation de discours faisant référence aux actions philanthropiques ne déroge pas aux précédentes observations. En effet, les classes deux et trois relatives à l'éducation et à l'aide face aux catastrophes naturelles ne se caractérisent pas par un niveau de responsabilité élevé. Malgré une responsabilité moyenne, ces actions semblent compenser des externalités négatives nombreuses. Un tel discours est donc à mettre en perspective vis-à-vis de la réelle motivation à la mise en place d'une démarche responsable.

Toutefois, ces classes textuelles sont liées à une performance financière moyenne (classe deux) ou forte (classe trois). La bonne santé financière permettrait à ces entreprises de services de développer des activités philanthropiques, leur permettant d'exposer un discours responsable. Celui-ci serait alors un coût nécessaire à l'amélioration de l'image de marque. Il faut être prudent pour un investisseur responsable, afin que ces actions ne soient pas le fruit d'une responsabilité à but publicitaire.

Tableau 77 : Classes de discours relatives à l'aide à la communauté sur le secteur des services

Numéro de classe	Classe 2	Classe 3
Unité textuelle totale	12 %	8 %
Nom de la classe	« éducation »	« Aide aux catastrophes »
Mots représentatifs	Student ; School ; Science ; Educat ; Learn ; Teacher ; Faculty ; Teach	Volunteer ; Relief ; Donation ; Disaster ; Charit ; Earthquake ; Hurricane
Caractéristiques présentes	Faiblesse_forte ; Perf_fie_moyenne ; RSE_moyenne ; Force_forte	RSE_moyenne ; Perf_fie_moyenne ; Force_faible ; Faiblesse_forte
Caractéristiques absentes	Perf_fie_forte ; RSE_faible ; Faiblesse_faible ; Perf_fie_faible	RSE_forte ; RSE_faible ; Perf_fie_moyenne ; Perf_fie_forte ; Force_forte ;

L'analyse par secteur confirme la plupart des conclusions de l'analyse globale. Cependant, des particularités apparaissent sur certains secteurs. Nous noterons des dissemblances entre les niveaux de la performance responsable et financière relativement aux discours sur la communauté et sur la réduction des émissions polluantes. Enfin, les discours centrés sur le développement de la responsabilité au sein du cœur de métier du secteur sont bel et bien révélateurs d'une responsabilité élevée. Un investisseur responsable devra favoriser ces discours indépendamment des secteurs.

## V. Conclusion

Notre analyse lexicale nous a permis de mettre à jour des différences notables dans le discours des firmes selon leur niveau de responsabilité. Ces rapports sont soumis aux problématiques liées au discours. Le paradoxe de la responsabilité globale est bien présent et occasionne une multiplicité des discours. Les rapports de développement durable sont loin d'être objectifs. Ils dissimulent le plus souvent les stratégies des firmes et leur réelle considération à l'égard de la responsabilité.

Nos résultats suggèrent que les entreprises qui développent des discours responsables relatifs à la question de la stratégie de long terme et au cœur de métier sont les entreprises qui se révèlent les plus responsables. Nous avons également relevé que ces firmes sont le plus souvent les plus performantes financièrement. Cette mise en perspective de la responsabilité au sein des objectifs de la firme limite le paradoxe de la performance globale.

Toutefois, nous avons souligné que certains thèmes étaient récurrents à l'existence de décalages entre le discours et le niveau de responsabilité. Le plus souvent, les discours relatifs aux actions philanthropiques font écho à de nombreuses faiblesses et à une responsabilité globale faible. Ces discours peuvent alors dissimuler des stratégies d'enracinement des dirigeants allant à l'encontre des intérêts des actionnaires. D'autre part, certains discours à l'image de la gouvernance ou à la limitation des émissions polluantes témoignent d'une attitude attentiste des entreprises. La responsabilité est avant tout une action proactive, qui doit avoir lieu en amont des processus législatifs. Les entreprises dont le discours se cantonne au respect des lois et des normes n'auront pas de responsabilité élevée.

Ainsi, les rapports de responsabilité peuvent être utiles, s'ils sont lus avec les clefs nécessaires à leur compréhension. Il est alors possible pour un investisseur de connaître les réelles intentions d'une entreprise donnée en matière de responsabilité.

# Conclusion générale

La Responsabilité Sociale, Environnementale et Sociétale est ancrée au sein des stratégies financières actuelles. Elle n'est pas un phénomène succinct mais une réponse à un marché qui malgré un certain niveau d'efficience n'est pas nécessairement un marché rationnel, l'information disponible n'étant pas toujours pertinente (Bernstein 2008)<sup>328</sup>. La démarche responsable est en expansion et suscite de plus en plus d'intérêt auprès des investisseurs. Les moyens de mesure se font plus précis et diversifiés. De nouvelles rationalités éthiques se développent conjointement à la globalisation de l'économie. Nous avons questionné les choix stratégiques à adopter par un investisseur responsable lors de l'élaboration de son portefeuille d'actions. Ces questionnements sont relatifs aux attentes vis-à-vis de la performance financière s'en dégageant, aux freins à son efficacité, et aux caractéristiques susceptibles de favoriser la performance financière par le développement des considérations éthiques. Nos trois analyses nous ont permis de comprendre, de caractériser et d'orienter les stratégies responsables, afin d'obtenir une corrélation positive entre performance responsable et performance financière.

Nous avons démontré dans un premier temps que l'utilisation d'un facteur de responsabilité n'occasionne pas d'amélioration de la rentabilité du portefeuille. Au contraire, cette stratégie implique un coût à consentir par les investisseurs responsables. Le marché juge négativement les démarches responsables proactives. Il est vraisemblable que cette pratique s'assimile à des dépenses superflues pour les investisseurs, de par l'existence de manœuvres d'enracinement des managers. En outre, les stratégies cherchant à limiter le niveau de faiblesse du portefeuille ne se révèlent que partiellement bénéfiques. En effet, nous avons montré que seuls les portefeuilles des secteurs financiers et de la vente au détail réagissent positivement à une diminution des faiblesses. Ces deux secteurs sont les seuls à prouver une réelle utilité d'un facteur de responsabilité pour un investisseur.

Ainsi, nous avons pu définir trois grands groupes de secteurs réagissant de façon hétérogène à l'instauration d'un facteur de responsabilité. Le premier, relatif au secteur minier, à la vente en gros et aux services, révèle qu'il serait préférable d'être clairement

---

<sup>328</sup> Bernstein, P. L. « *Des Idées Capitales* ». (Traduit par J. Salvati). Paris : Presse Universitaire de France. 2008, [1992]. p.207.

irresponsable pour améliorer la rentabilité du portefeuille. Le deuxième, correspondant au secteur de la construction, de la production industrielle et celui des « transports, communication et fournisseurs d'énergie », dépeint la nécessité de limiter les situations extrêmes, liées à un excès de responsabilité ou d'irresponsabilité. Enfin, le secteur financier et de la vente au détail pourront s'efforcer de développer leur responsabilité afin d'augmenter la rentabilité du portefeuille. Ainsi, l'utilisation de facteurs de responsabilité sur la base des données KLD ne permet pas une amélioration franche de la performance d'un portefeuille d'actions. Ils ne permettent pas d'apporter des considérations qualitatives suffisantes pour limiter les imperfections du marché, et ce même sur le long terme. Ces résultats sont la conséquence de facteurs responsables ne pouvant saisir les motifs qui conduisent à la mise en place d'une démarche responsable dans l'entreprise. Les questions relatives à la responsabilité ne peuvent être considérées comme linéaires.

De ce fait, notre analyse multidimensionnelle a mis en exergue les caractéristiques essentielles à l'existence d'un lien positif entre performance responsable et performance financière. Ces caractéristiques impliquent un choix préalable d'actifs pour lesquels la mise en place d'une démarche responsable a pour finalité l'intérêt des actionnaires. Nos résultats confirment la théorie de la « *slack resources* » de Waddock et Graves (1997). En effet, le niveau de responsabilité est le plus souvent lié à un excès de *cash* dans l'entreprise. Il est cependant difficile de consentir à un possible cercle vertueux, puisque l'augmentation du niveau de responsabilité ne semble pas automatiquement corroborer une amélioration de la rentabilité. Ces résultats laissent apparaître des stratégies d'enracinement des dirigeants, annihilant toutes corrélations positives entre performance responsable et performance financière. Toutefois, la performance responsable peut être associée à une amélioration de la rentabilité si l'entreprise se caractérise par un coût moyen pondéré de l'endettement élevé. En effet, un fort niveau d'endettement limitera les manœuvres d'enracinement des managers. Les dépenses en matière de responsabilité devront être justifiées et ne pourront plus nourrir les ambitions personnelles des dirigeants ou servir des intérêts dispensables. Ainsi, le niveau et le coût d'endettement subi par la firme sont des caractéristiques déterminantes pour l'investisseur.

Les raisons motivant la mise en place d'une démarche responsable sont essentielles à la performance du portefeuille responsable. Ces motivations sont décelables dans le discours dispensé par les entreprises au sein des rapports de responsabilité. Cette information, disponible gratuitement par un investisseur, permet un choix préalable des actifs au sein d'un

portefeuille. Nous avons montré que les champs lexicaux proches de la stratégie de long terme et du cœur de métier de la firme sont associés aux entreprises les plus responsables et le plus souvent performantes financièrement. En outre, de nombreuses entreprises cherchent à camoufler leurs faiblesses au travers d'un discours à portée philanthropique, leur bonne santé financière autorisant des dépenses redorant l'image de marque. Néanmoins, cette stratégie ne modifie pas la structure de l'entreprise qui ne constatera pas sur le long terme d'amélioration de sa performance. Enfin, les discours se limitant au simple respect des lois et des réglementations environnementales ne sont pas caractéristiques des firmes les plus responsables. Une démarche RSE se doit d'aller au-delà des textes réglementaires. Ainsi, lorsque la responsabilité est intégrée comme un élément essentiel à la stratégie globale de la firme, cela témoigne d'un réel engagement responsable. La performance financière semble également être meilleure pour ces firmes. Cependant, si la RSE est conceptualisée comme un à-côté aux activités de la firme, alors il ne pourra exister d'amélioration de la performance et l'entreprise ne sera que peu responsable.

Notre étude a montré que l'utilisation d'un facteur responsable n'apporte en l'état aucun gain pour l'investisseur. La RSE s'assimile le plus souvent à un coût consenti. Il est nécessaire au vu de la complexité du concept de la RSE de retenir certains actifs au regard des critères relatifs au niveau de responsabilité et également au coût de l'endettement. De plus, le choix des actifs doit prendre en compte les raisons motivant l'instauration d'une démarche responsable. Cette donnée est essentielle à l'impact positif de la RSE sur la performance financière. Le plus souvent, l'approche éthique s'apparente à une stratégie d'enracinement des managers. Il est alors nécessaire de déterminer les entreprises qui incorporent les questions éthiques au sein même de la stratégie de l'entreprise dans l'intérêt des actionnaires.

Les considérations et résultats énoncés dans cette thèse devraient permettre d'orienter les stratégies d'investissement responsables. Nos travaux viennent enrichir la recherche actuelle en finance, en proposant une approche globale qui prend en compte les différentes dimensions et théories de la RSE. Ces travaux constituent un point de départ à l'enrichissement et au développement des travaux sur la responsabilité. Le découpage en secteur apparaît comme une nécessité pour mesurer l'étendue des stratégies éthiques. Le choix préalable d'actifs, couplé à un facteur éthique, pourrait être pourvoyeur de performance financière. Le niveau et le coût de l'endettement seraient également déterminants dans la relation entre performance responsable et performance financière, il convient à l'avenir de développer les caractéristiques de cette relation. En outre, les moyens d'appréciation du

niveau de responsabilité se sont grandement développés durant cette dernière décennie. Il serait utile de développer une approche agrégée des notations responsables. Enfin, il est essentiel que les futurs travaux traitant de la responsabilité soient enrichis par des approches multidimensionnelles alliant données financières et extra-financières. Le concept de RSE reste complexe et ne peut être complètement appréhendé de façon linéaire. Ainsi, il reste nécessaire de développer et d'appréhender les motifs et les caractéristiques des firmes permettant aux investisseurs d'obtenir des portefeuilles responsables et performants financièrement.

# Bibliographie

- Adam, J. M. (1992). « *Les Textes, Types et Prototypes : Récit, Description, Argumentation, Explication et Dialogue* ». Paris : Nathan.
- Adams, J. S., (1965). « *Inequity in Social Exchange* ». Dans Berkowitz, L. (éd.), *Advances in Experimental Social Psychology*, New-York : Academic Press.
- Agle, B. R., Donardson, T., Freeman, R. E., Jensen, M. C., Mitchell, R. K., & Wood, D. J. (2008). « Dialogue : Toward Superior Stakeholder Theory ». *Business Ethics Quarterly*, 18(2), pp.153-190.
- Aguilera, R. V., & Jackson, G. (2003). « The Cross-National Diversity of Corporate Governance : Dimensions and Determinantes ». *The Academy of Management Review*, 28(3), pp.447-465.
- Alderfer, C. P. (1972). « *Existence, Relatedness, and Growth : Human Needs in Organizational Settings* ». New-York : Free Press.
- Allouche, J., & Laroche, P. (2005). « A Meta-Analytical Investigation of the Relationship Between Corporate Social and Financial Performance ». *SSRN*.
- Alvesson, M., & Karreman, D., (2000). « Taking the Linguistic Turn in Organisational Research : Challenges, Responses, Consequences ». *Journal of Applied Behavioral Sciences*, 36, pp.136-158.
- Aoki, M. (2010). « *Corporations in Evolving Diversity : Cognition, Governance, and Institutions* ». Oxford : University Press.
- Archambeault, D. S., DeZoort, F. T., & Holt, T. P. (2008). « The Need for and Internal Auditor Report to External Stakeholders to Improve Governance Transparency ». *Accounting Horizons*, 22(4), pp.375-388.
- Arendt, H. (1966). « *Eichmann à Jérusalem* ». (Traduit par A. Guérin). Paris : Gallimard. Rééd. 1991
- Arrow, K. J. (1984). « *Social Choice and Justice* ». Oxford : B. Blackwell.
- Arrow, K. J., Debreu, G. (1954). « Existence of an Equilibrium for a Competitive Economy ». *Econometrica*, 22(3), pp.265-290
- Atkinson, A. A., Waterhouse, J. H., & Wells, R. B. (1997). « A Stakeholder Approach to Strategic Performance Measurement ». *Sloan Management Review*, 38(3), pp.25-37.
- Attarça, M., & Jacquot, T. (2005). « La Représentation de la Responsabilité Sociale des Entreprises : Une Confrontation Entre les Approches Théoriques et les Visions Managériales ». XIVème Conférence Internationale de Management Stratégique, Angers.

- Bachelier, L. (1900). « *Théorie de la Spéculation* » (Thèse de doctorat). Université de Paris.
- Banz, R. W. (1981). « The Relationship Between Return and Market Value of Common Stocks ». *Journal of Financial Economics*, 9(1), pp.3-18.
- Barnard, C. I. (1938). « *The Functions of the Executive* ». London : Harbard University Press. Réed. 1968,
- Barnea, A., & Rubin, A. (2010). « Corporate Social Responsibility as a Conflict Between Shareholders ». *Journal of Business Ethics*, 97(1), pp.71-86.
- Barnett, M. L., & Salomon, R. M. (2012). « Does It Pay to Be Really Good ? Addressing the Shape of the Relationship Between Social and Financial Performance ». *Strategic Management Journal*, 33(11), pp.1304-1320.
- Barthes, R. (1996). « *Mythologies* ». Paris : Edition du Seuil.
- Bass, R., Gladstone, S., & Ang, A. (2017). « Total Portfolio Factor, Not Just Asset, Allocation ». *The Journal of Portfolio Management*, 43(5), pp.38-53.
- Basu, S. (1983). « The Relationship Between Earnings' Yied, Market Value and Return for NYSE Common Sotcks : Futher Evidence ». *Journal of Financial Economics*, 12(1), pp.129-156
- Bauer, R., Derwall, J., & Hann, D. (2009). « Employee Relations and Credit Risk ». *SSRN*.
- Beck, U. (2003) « *Pouvoir et Contre-Pouvoir à l'Ère de la Mondialisation* » (Traduit par A. Duthoo). Paris : Aubier.
- Bender, J., & Samanta, R. (2017). « Quality Assurance: Demystifying the Quality Factor in Equities and Bonds ». *The Journal of Portfolio Management*, 43(5), pp.88-98.
- Benseddick, F. (2006). « *Décider avec les Parties Prenantes* ». Chap.V « *Démoraliser la Responsabilité Sociale* ». Paris : La Découverte.
- Bentham, J. (1834). « *Déontologie ou science de la morale : Volume I* ». (Adapté en version numérique par P. Tremblay ; Traduit par B. Laroche). Chicoutimi Québec : Les Classiques des Sciences Sociales.
- Berle, A. A., & Means, G. C. (1932). « *The Modern Corporation and Private Property* ». New-York : Harcourt, Brace & World, Réed. 1968.
- Berle, A. A., Means, G. C. (1934). « Economics Law and Planned Business : The Modern Corporation and Private Property ». *Public Administration*, 12(2), pp.191-212.
- Bernstein, P. L. « *Des Idées Capitales* ». (Traduit par J. Salvati). Paris : Presse Universitaire de France. 2008, [1992].
- Bertrand, P., & Lapoint, V. (2013). « Socially Responsible Investment Performance : Impact of Weighting by Capitalization ». *SSRN*.

- Bhandari, L. C. (1988). « Debt/Equity Ratio and Expected Common Stock Returns : Empirical Evidence ». *The Journal of Finance*, 43(2), pp.507-528
- Boltanski, L., & Thévenot, L. (1987). « *De la Justification : Les Economies de la Grandeur* ». Paris : Gallimard. Réed. 1991.
- Bourdieu, P. (1982). « *Ce que Parler Veut Dire : L'Economie des Echanges Linguistiques* ». Paris : Fayard.
- Bouslah, K., Kryzanowski, L., & M'Zali, B. (2013). « The Impact of the Dimensions of Social Performance on Firm Risk ». *Journal of Banking & Finance*, 37(4), pp.1258-1273.
- Bouslah, K., M'Zali, B., & Turcotte, M. F. (2010). « The Impact of Forest Certification on Firm Financial Performance in Canada and the U.S. ». *Journal of Business Ethics*, 96(4), pp.551-572.
- Bozonnet, J. P. (2012). « Buycott et Boycott : Écocitoyenneté, Libéralisme et Cultures Politiques en Europe ». *Hal*.
- Callado-Munoz, F. J., & Utrero-Gonzalez, N. (2011). « Does It Pay to Be Socially Responsible ? Evidence From Spain's Retail Banking Sector ». *European Financial Management*, 17(4), pp.755-787.
- Callan, S. J., & Thomas, J. M. (2009). « Corporate Financial Performance and Corporate Social Performance : An Update and Reinvestigation ». *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 16(2), pp.61-78.
- Calton, J., & Payne, S. (2003). « Coping With Paradox ». *Business and Society*, 42, pp.7-42.
- Carhart, M. M. (1997). « On Persistence in Mutual Fund Performance ». *The Journal of Finance*, 52(1), pp.57-82.
- Carroll, A. B. (1979). « A Three-Dimensional Conceptual Model of Corporate Performance ». *The Academy of Management Review*, 4(4), pp.497-505.
- Cattell, R. B. (1966). « The Screen Test for the Number of Factors ». *Multivariate Behavioral Research*, 1(2), pp.245-276.
- Cespa, G., & Cestone, G. (2007). « Corporate Social Responsibility and Managerial Entrenchment ». *Journal of Economics & Management Strategy*, 16(3), pp.741-771.
- Chand, M. (2006) «The Relationship Between Corporate Social Performance and Corporate Financial Performance: Industry Type as a Boundary Condition ». *The Business Review*, 5(1), pp.240-245.
- Chandler, A. D. (1962). « *Stratégies et Structure de l'Entreprise* ». (Adapté par B. R. Scott ; Traduit par P. Schaufelberger). Paris : Edition d'Organisation. Réed. 1972, pp.78-91
- Chandler, A. D. (1992). « Organizational Capabilities and the Economic History of the Industrial Enterprise ». *The Journal of Economic Perspectives*, 6(3), 1992, pp.79-100.

- Chang, Y. K., Oh, W. Y., & Messersmith, J. G. (2013). « Translating Corporate Social Performance Into Financial Performance : Exploring the Moderating Role of High-Performance Work Practices ». *International Journal of Human Resource Management*, 24(19), pp.3738-3756.
- Charreaux, G., Wirtz, P. (2006). « *Gouvernance des Entreprises : Nouvelles Perspectives* ». Paris : Economica. pp.23-47.
- Chatterji, A. K., Levine D. I., & Toffel, M. W. (2009). « How Well Do Social Ratings Actually Measure Corporate Social Responsibility ? ». *Journal of Economics & Management Strategy*, 18(1), pp.125-169.
- Chauvey, J. N., Naro, G., & Seigneur, A. (2015). « Rhétorique et Mythe de la Performance Globale l'Analyse des Discours de la Global Reporting Initiative ». *Critical Perspectives on Accounting*, 33, pp.79-91.
- Chavagneux, C. (2001). « *Une firme mondiale : mythe ou réalité* ». Alternatives Économiques. actualisé en 2012.
- Cho, C. H., Roberts, R. W., & Patten, D. M. (2010). « The Language of US Corporate Environmental Disclosure ». *Accounting, Organizations and Society*, 35(4), pp.431-443.
- Clarkson, M. B. E. (1995). « A Stakeholder Framework for Analyzing and Evaluating Corporate Social Performance ». *The Academy of Management Review*, 20(1), pp.92-117.
- Coase, R. H. (1937). « *The Nature of the Firm* ». *Economica*, 4(16), pp.386-405.
- Coase, R. H. (1960). « The Problem of Social Cost ». *The journal of Law and Economics*, 5(4), Réed. 2013, pp.837-877.
- Cocoma, P., Czaronis, M., Kritzman, M., & Turkington, D. (2017). « Facts About Factors ». *The Journal of Portfolio Management*, 43(5), pp.55-65.
- Cohen, M. D., March, J. G., & Olsen, J. P. (1972). «A Garbage Can Model of Organizational Choice.» *Administrative Science Quarterly*, 17, pp.1-25.
- Comte-Sponville, A. (2004). « *Le Capitalisme est-il Moral ?* ». Paris : Albin Michel.
- Cordeiro, J. J., & Sarkis, J. (1997). « Environmental Proactivism and Firm Performance : Evidence From Security Analyst Earnings Forecasts ». *Business Strategy and the Environment*, 6, pp.104-114.
- Cormier, D., Aerts, W., Ledoux, M. J., & Magnan, M. (2009). « Attributes of Social and Human Capital Disclosure and Information Asymmetry Between Managers and Investors ». *Canadian Journal of Administrative Science*, 26(1), pp.71-88.
- Cormier, D., Ledoux, M. J., & Magnan, M. (2010). « The Informational Contribution of Social and Environmental Disclosure for Investors ». *Hal*.

- Cox, P., Brammer, S., & Millington, A. (2004). « An Empirical Examination of Institutional Investor Preferences for Corporate Social Performance ». *Journal of Business Ethics*, 52(1), pp.27-43.
- Crozier, M., & Friedberg, E. (1977). « *L'Acteur et le Système : Les Contraintes de l'Action Collective* ». Paris : Editions du Seuil. Réed. 1992.
- Cyert, R. M., & March, J. G. (1963). « *Processus de Décision dans l'Entreprise* ». (Adapté et Traduit par J. P. Piotet). Paris : Dunod. Réed. 1970.
- D'Almeida, N. (2006). « *La Perspective Narratologique en Organisation* ». Dans P. De la Broise., & T. Lamarche. (dir), « *Responsabilité Sociale : Vers une Nouvelle Communication des Entreprises?* ». Paris : Presses Universitaires du Septentrion, pp.27-39.
- Derwall, J., Guenster, N., Bauer, R., & Koedijk, K. (2005). « The Eco-Efficiency Premium Puzzle ». *Financial Analysts Journal*, 61(2), pp.51-63.
- Dimson, E., Marsh, P., & Staunton, M. (2017). « Factor-Based Investing : The Long-Term Evidence ». *The Journal of Portfolio Management*, 43(5), pp.15-37.
- Donaldson. T., & Dunfee. T. W., (1995). « Contractarian Business Ethics : Current Status and Next Steps ». *Business Ethics Quarterly*, 5(2), pp.173-186.
- Ducassy, I. (2011). « Responsabilité Sociale et Performance Boursière : L'Exemple de la Crise Financière des Subprimes ». *Revue Science de Gestion*, (83), pp.153-170.
- Ducassy, I. (2013). « Does Corporate Social Responsibility Pay off in Times of Crisis ? An Alternate Perspective on the Relationship Between Financial and Corporate Social Performance ». *Corporate Social Responsibility and Environment Management*, 20, pp.157-167.
- Dupré, D., Louvet, P., Girerd-Potin, I., & Jimenez-Garces, S. (2006). « Les investisseurs paient pour l'éthique. Conviction ou prudence? ». *Banque et Marché*, (83), pp.45-60.
- Edmans, A. (2011). « Does The Stock Market Fully Value Intangible ? Employee Satisfaction and Equity Prices ». *Journal of Financial Economics*, 101(3), pp.621-640.
- Edmans, A. (2009). "Blockholder Trading, Market Efficiency, and Managerial Myopia". *The Journal of Finance*. 64(6), pp.2481-2513.
- Eisenhart, C., & Johnstone, B. (2012). « L'Analyse du Discours et les Etudes Rhétoriques ». *Argumentation et Analyse du Discours*, 9.
- El Ghoul, S., Guedhami, O., Kwok, C. C.Y., & Mishra, D. E. (2011). « Does Corporate Social Responsibility Affect the Cost of Capital ? ». *Journal of Banking & Finance*, 35, pp.2388-2406.
- Enriquez, E. (1992). « *L'Organisation en Analyse* ». Paris : Presse Universitaires de France.
- Escofier, B., & Pagès, J. (2008). « *Analyses Factorielles Simples et Multiples : Objectifs, Méthodes et Interprétation* ». Paris : Dunod.

- Fama, E. F., & French, K. R. (1992). « The Cross-Section of Expected Stock Returns ». *The Journal of Finance*, 47(2), pp.427-465.
- Fama, E. F., & French, K. R. (1993). « Common Risk Factors in the Returns on Stocks and Bonds ». *Journal of Financial Economics*, 33(1), pp.3-56.
- Fama, E. F., & French, K. R. (2015). « A Five-Factor Asset Pricing Model ». *Journal of Financial Economics*, 116(1), pp.1-22.
- Fama, E. F., & MacBeth, J. D. (1973). « Risk, Return, and Equilibrium : Empirical Tests ». *Journal of Political Economy*, 81, pp.607-636.
- Fama, E., & Jensen, M. C. (1983). « Separation of Ownership and Control ». *Journal of Law and Economics*, 26(2), p.301-325.
- Fama, E. F. (1970). « Efficient Capital Markets : A Review of Theory and Empirical Work. » *The Journal of Finance*, 25(2), pp.383-417.
- Finet, A., & Giuliano, R. (2012). « Une Nouvelle Façon d'Appréhender la Notion de Responsabilité Sociétale des Entreprises : Le Cas d'Eternit ». *La Revue des Sciences de Gestion*, 5(257), pp.23-31.
- Flanhec, A, Uzan, O, Doucin, M. (2012). « *Responsabilité sociale de l'entreprise et gouvernance mondiale* ». Paris : Economica.
- Fourier, C. (1986). « *La Fausse Industrie Morcelée, Répugnante, Mensongère, et l'Antidote, l'Industrie Naturelle, Combinée, Attrayante, Véridique, Donnant Quadruple Produit et Perfection Extrême en Toutes Qualités* ». Google Books.
- Freeman, R. E. (1994). « The Politics of Stakeholder Theory : Some Future Directions ». *Business Ethics Quarterly*, 4(4), pp.409-421.
- Freeman, R. E., Reed, D. L. (1983). « Stockholders and Stakeholders : A New Perspective on Corporate Governance ». *California Management Review*, 25(3), pp.88-106.
- Fryxell, G. E., & Wang, J. (1994). « The Fortune Corporate Reputation Index: Reputation For What? ». *Journal of Management*, 20, pp.1-14.
- Garric, N., Léglise, I., & Point, S. (2006). « Le Rapport RSE, Outil de Légitimation ? Le Cas Total à la Lumière d'une Analyse de Discours ». *Responsible Organization Review*, 2, p.5-19.
- Ghiglione, R. (1998). « *L'Analyse Automatique des Contenus* ». Paris : Dunod.
- Giannarakis, G., & Theotokas, I. (2011). « The Effect of Financial Crisis in Corporate Social Responsibility Performance ». *International Journal of Marketing Studies*, 3(1), pp.2-10.
- Godfrey, P. C., Merrill, C. B., & Hansen, J. M. (2009). « The relationship Between Corporate Social Responsibility and Shareholder Value : An Empirical Test of The Risk Management Hypothesis ». *Strategic Management Journal*, 30(4), pp.425-445.

- Godwin, W. (2005). « *Enquête sur la Justice Politique et son Influence sur la Morale et le Bonheur d'Aujourd'hui* ». (Adapté par A. Thévenet & M. Onfray ; Traduit par D. Berthaud). Lyon : Atelier de la création libertaire.
- Gomez, P-Y, Korine, H. (2009). « *L'entreprise dans la démocratie : une théorie politique du gouvernement des entreprises* ». Bruxelles : De Boeck.
- Gorz, A. (2008). « *Ecologica* ». Paris : Galilée.
- Goss, A., & Roberts, G. S. (2011). « The Impact of Corporate Social Responsibility on the Cost of Bank Loans ». *Journal of Banking & Finance*, 35(7), pp.1794-1810.
- Hahn, R., & Lülfs, R. (2014). « Legitimizing Negative Aspects in GRI-Oriented Sustainability Reporting: A Qualitative Analysis of Corporate Disclosure Strategies ». *Journal of Business Ethics*, 123(3), p.402.
- Hahn, R., & Lülfs, R. (2014). « Legitimizing Negative Aspects in GRI-Oriented Sustainability Reporting : A Qualitative Analysis of Corporate Disclosure Strategies ». *Journal of Business Ethics*, 123(3), pp.401-420.
- Hamel, G. (2008). « *La Fin du Management : Inventer les Règles de Demain* ». Paris : Vuibert.
- Hamilton, J. T. (1995). « Pollution as News : Media and Stock Market Reactions to the Toxics Release Inventory Data ». *Journal of Environmental Economics and Management*, 28, pp.98-113.
- Harjoto, M. A., & Jo, H. (2011). « Corporate Governance and CSR Nexus ». *Journal of Business Ethics*, 100(1), pp.45-67.
- Helfer, J.P., Kalika, M., Orsoni, J., & Guézou, Y. (2010). « *Management : Stratégie et Organisation* ». Paris : Vuibert.
- Hill, C. W.L., Jones, T. M. (1992). « Stakeholder Agency Theory ». *Journal of Management Studies*, 29(2), pp.131-154.
- Hillman, A. J., & Keim, G. D. (2001). « Shareholder Value, Stakeholder Management, and Social Issues : What's the Bottom Line ? ». *Strategic Management Journal*, 22(2), 2001, pp.125-139.
- Hirschman, A. O. (1977). « *Exit, Voice and Loyalty : Responses to Decline in Firms, Organizations, and States* ». Cambridge : Harvard University Press.
- Hume, D. (1739). « *Traité de la Nature Humaine* ». (Traduit par P. Baranger., & P. Saltel.). Paris : Flammarion. Réed. 1995.
- Huselid, M. A. (1995). « The Impact of Human Resource Management Practices on Turnover, Productivity, and Coporate Financial Performance ». *Academy of Management Journal*, 38(3), pp.635-672.

- Idowu, S. O., & Pappasolomou, I. (2007). « Are the Corporate Social Responsibility Matters Based on Good Intentions or False Pretences? An Empirical Study of the Motivations Behind the Issuing of CSR Reports by UK Companies ». *Corporate Governance*, 7(2), pp.136-147.
- Igalens, J. (2007). « L'Analyse du Discours de la Responsabilité Sociale de l'Entreprise à Travers les Rapports Annuels de Développement Durable d'Entreprises Françaises du CAC 40 ». *Finance Contrôle Stratégie*, 10(2), pp.129-155.
- Igalens, J., & Gond, J. P. (2003). « La Mesure de la Performance Sociale de l'Entreprise : Une Analyse Critique et Empirique des Données ARESE ». *Revue de Gestion des Ressources Humaines*, pp.1469-1495.
- Igalens, J., & Joras, M. (2002). « *La Responsabilité Sociale de l'Entreprise* ». Paris : Edition d'Organisation.
- Illich, I. (1975). « *Energie et Équité* ». Paris : Le Seuil.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). « Theory of the Firm : Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure ». *Journal of Financial Economics*. 3(4), pp.305-360.
- Jensen, M. C., Black, F., & Scholes, M. S. (1974). « The Capital Asset Pricing Model : Some Empirical Tests ». *SSRN*.
- Jiao, Y. (2010). « Stakeholder Welfare and Firm Value ». *Journal of Banking & Finance*, 34(10), pp.2549-2561.
- Jin, K., Drozdenko, R., & DeLoughy, S. (2013). « The Role of Corporate Value Clusters in Ethics, Social Responsibility, and Performance: A Study of Financial Professionals and Implications for the Financial Meltdown ». *Journal of Business Ethics*, 112(1), pp.15-24.
- Jonas, H. (1997). « *Pour une Éthique du Futur* ». (Traduit par S. Cornille & P. Ivernel). Paris : Rivages.
- Kaiser, H. F. (1961). « A Note on Guttman's Lower Bound for the Number of Common Factors ». *British Journal of Statistical Psychology*, 14, p.1-2.
- Karlins-Marchay, A. (2004). « *Joseph Schumpeter : Vie, Œuvres, Concepts* ». Paris : Ellipses.
- Kerbrat-Orecchioni, C. (1984). « *L'Énonciation : De la Subjectivité dans le Langage* ». Dans C. Kerbrat-Orecchioni., & M. Mouillaud (dir), « *Le Discours Politique* ». Paris : Armand Colin.
- Keynes, J. M. (1936). « *Théorie Générale de l'Emploi, de l'Intérêt et de la Monnaie* ». (Adapté par H. De Largentaye ; Traduit par J. De Largentaye). Paris : Payot. Rééd. 2016.
- Kim, Y., Park, M. S., & Wier, B. (2012). « Is Earning Quality Associated With Corporate Social Responsibility ? ». *The Accounting Review*, 87(3), pp.761-796.

- King, A., & Lenox, M. (2002). « Exploring the Locus of Profitable Pollution Reduction ». *Management Science*, 48(2), pp.289-299.
- Lagoarde-Segot, T. (2014). « *La Finance Solidaire : un Humanisme Économique* ». Louvain-la-Neuve : De Boeck.
- Laufer, R., Paradeise, C. (1981). « *Le prince bureaucrate : Machiavel au pays du marketing* ». Paris : Flammarion. pp.271-288.
- Lebart, L., Piron, M., & Morineau, A. (2006). « *Statistique Exploratoire Multidimensionnelle : Visualisation et Inférence en Fouille de Données* ». Paris : Dunod.
- Lee, D. D., & Faff, R. W. (2009). « Corporate Sustainability Performance and Idiosyncratic Risk : A Global Perspective ». *Financial Review*, 44(2), pp.213-237.
- Leibenstein, H. (1975). « The Economic Theory of Fertility Decline ». *The Quarterly Journal of Economics*, 89(1), pp.1-31.
- Léopold, A. (1949). « *Almanach d'un Comté des Sables ; Suivi de Quelques Croquis* ». (Adapté par J. M. G. Le Clézio & C. W. Schwartz ; Traduit par A. Gibson). Paris : Flammarion. Réed. 2000.
- Lépineux, F., Rosé, J. J., Bonanni, C., & Hudson, S. (2016). « *La RSE : La Responsabilité Sociale des Entreprise* ». Paris : Dunod.
- Lu, W.M., Wang, W.K., & Lee, H.L. (2013). « The Relationship Between Corporate Social Responsibility and Corporate Performance: Evidence From The US Semiconductor Industry ». *International Journal of Production Research*, 51(19), pp.5683-5695.
- Maignan, I., & Ferrell, O. C., (2000). « Measuring Corporate Citizenship in Two Countries: The Case of the United States and France ». *Journal of Business Ethics*, 23, pp.283-297.
- Marc. O., Schimidt, L., & Rynes. L., (2003). «Corporate Social and Financial performance: A mEta-Analysis». *Organization Studies*, 24(3). pp.403-441.
- Margolis, J. D., Elfenbein, H. A., & Walsh, J. P. (2009). « Does It Pay to Be Good... And Does It Matter ? A Meta-Analysis of the Relationship Between Corporate Social and Financial Performance ». *SSRN*.
- Martinet, A. C., Reynaud, E. (2015). « Shareholder, Stakeholders and Stratégie ». *Revue Française de Gestion*, 41(253), pp.297-317.
- Maslow, H. A. (1972). « *Vers une Psychologie de l'être* ». Paris : Fayard. Réed.
- Mayo, G. E., (1933). « *The Human Problems of an Industrial Civilization* ». Boston : Harvard University Division of Research, Graduate School of Business Administration. Réed.
- McWilliams, A., Siegel, D. (2001). « Corporate Social Responsibility: A Theory of the Firm Perspective ». *Academy of Management Review*, 26(1), pp.117-127.

- Menger, C. (1871). « *Principles of economics* » (adapté par P. G. Klein ; traduit par J. Dingwall & B. F. Hoselitz). Auburn, Alabama : Ludwig Von Mises Institute. réed. 2007.
- Mercier, C. (1997) « Participation in Stakeholder-Based Evaluation : A Case Study ». *Elsevier*. pp.497-475.
- Mercier, S. (2006). « *La Théorie des Parties Prenantes : Une Synthèse de la Littérature* ». Dans M. Bonnafous-Boucher., & Pesqueux, Y. (dir), « Décider avec les Parties Prenantes ». Paris : La Découverte.
- Merton, R. C. (1987). « A Simple Model of Capital Market Equilibrium With Incomplete Information ». *The Journal of Finance*, 42(3), pp.483-510.
- Mill, J. S. (2003). « *Utilitarianism and On Liberty : Including « Essay on Bentham » and Selections from Writings of Jeremy Bentham and John Austin* » (Adapté par M. Warnock). Oxford : Blackwell publishing.
- Mintzberg, H. (1986). « *Le Pouvoir dans les Organisations* ». (Traduit par P. Sager). Paris : Editions d'organisation. Réed. 2003.
- Mishina, Y., Block, E. S., & Mannor, M. J. (2012). « The Path Dependence of Organizational Reputation : How Social Judgment Influences Assessments of Capability and Character ». *Strategic Management Journal*, 33(5), pp.459-477.
- 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 ». *The Academy of Management Review*, 22(4), pp.853-886.
- Moore, G., & Robson, A. (2002). « The UK Supermarket Industry: An Analysis of Corporate Social and Financial Performance ». *Business Ethics: An European Review*, 11(1), pp.25-39.
- Müller, H. P. (2013). « Société, Morale et Individualisme. La Théorie Morale d'Emile Durkheim ». (Traduit par D. Renault). *Revue franco-allemande de sciences humaine et sociales*. 13.
- Naess, A. (1973). « *Une Écosophie pour la Vie : Introduction à l'Écologie Profonde* ». (Adapté par H. S. Afeissa ; Traduit par N. Mubalegh & P. Madelin). Paris : Seuil. Réed. 2017.
- Nakai, M., Yamaguchi, K., & Takeuchi, K. (2011). « Are SRI Funds More Resilient Towards the Global Financial Crisis ? ». *SSRN*.
- Nash, J. (2016). « *The Essential John Nash* ». Princeton : Princeton University Press.
- Odgen, S., & Watson, R. (1999). « Corporate Performance and Stakeholder Management: Balancing Shareholder and Customer Interests in The U.K. Privatized Water Industry ». *Academy of Management Journal*, 42(5), pp.526-538.

- Oikonomou, I., Brookd, C., & Pavelin, S. (2012). « The Impact of Corporate Social Performance on Financial Risk and Utility: A Longitudinal Analysis ». *Financial Management*, 41(1), pp.483-515.
- Oikonomou, I., Brookd, C., & Pavelin, S. (2014). « The Financial Effects of Uniform and Mixed Corporate Social Performance ». *Journal of Management Studies*, 51(6), pp.898-925.
- Orlitzky, M., Schmidt, F. L., & Rynes, S. L. (2003). « Corporate Social and Financial Performance : A Meta-Analysis ». *Organization Studies*, 24(3), pp.403-441
- Ortas, E., Moneva, J. M., & Salvador, M. (2012). « Does Socially Responsible Investment Equity Indexes in Emerging Markets Pay Off ? Evidence From Brazil ». *Emerging markets Review*, 13, pp.581-597.
- Pagano, M., & Volpin, P. F. (2006). « Managers, Workers, and Corporate Control ». *The Journal of Finance*, 60(2), pp.841-868.
- Perelman, C., & Olbrechts-Tyteca, L. (2008). « *Traité de l'Argumentation : La Nouvelle Rhétorique* ». Bruxelles : Editions de l'Université de Bruxelles.
- Pigé, B. (2000). « *Ethique et Gouvernance des Organisations* ». Paris : Economica.
- Pigou, A. C. (1951). « Some Aspects of Welfare Economics ». *American Economic Review*, 41(3), pp.287-315.
- Piketty, T. (2013). « *Le Capital au XXIe Siècle* ». Paris : Edition du Seuil. pp.481-533.
- Poole, M. S., & Van de Ven, A. H. (1989). « Using Paradox to Build Management and Organization Theories ». *Academy of Management Review*, 14(4), pp.562-578.
- Porter, M. E., Kramer, M. R. (2006). « Strategy and Society : The Link Between Competitive Advantage and Corporate Social Responsibility ». *Harvard Business Review*, 84(12), pp.78-92.
- Pouget, S. (2014). « On the Financial Performance of Socially Responsible ». *Bankers, Markets & Investors*, 128, pp.31-35.
- Preston, L. E., & Post, J. E. (1981). « Private Management and Public Policy ». *California Management Review*, 23(3), p.56-62.
- Preston, L. E., Post, J. E. (1974). « Corporate Responsibility and Performance Reporting ». *Academy of Management Proceedings*.
- Rawls, J. (1971). « *A Theory of Justice* ». Cambridge, Mass : The Belknap Press of Harvard University Press.
- Renneboog, L., Ter Horst, J., & Zhang, C. (2006). « The Price of Ethics and Stakeholder Governance : The Performance of Socially Responsible Mutual Funds ». *Journal of Corporate Finance*, 14(3), pp.302-322.

- Rifkin, J. (2016). « How the Third Industrial Revolution Will Create a Green Economy. » *New Perspectives Quarterly*, 33(1), pp.6-10.
- Ringoot, R., & Robert-Demontrond, P. (2004). « *L'Analyse de Discours* ». Rennes : Edition Apogée.
- Rojas, M., M'Zali, B., Turcotte, M., & Merrigan, P. (2009). « Bringing About Changes to Corporate Social Policy Through Shareholder Activism : Filers, Issues, Targets, and Success ». *Business and Society Review*, 114(2), pp.217-252.
- Rojas, M., M'Zali, B., Turcotte, M., & Merrigan, P. (2012). « Characteristics of Companies Targeted by Social Proxies : An Empirical Analysis in the Context of the United States ». *Business and Society Review*, 117(4), pp.515-534.
- Rosen, B. N., Sandler, D. M., & Shani, D. (1991). « Social Issues and Socially Responsible Investment Behavior: A Preliminary Empirical Investigation ». *The Journal of Consumer Affairs*, 25(2), pp.221-234.
- Rosenberf, B., Reid, K., & Lanstein, R. (1985). « Persuasive Evidence of Market Inefficiency ». *The Journal of Portfolio Management*, 11, pp.9-16.
- Ross, S. A. (2017). « Factors-Theory, Statistics, and Practice ». *The Journal of portfolio Management*, 43(5), pp.1-5.
- Saincy, B. (2006). « *La Négociation Sociale dans un Monde Globalisé* ». Dans M. Descolonges., & B. Saincy. B. (dir) « Les Nouveaux Enjeux de la Negociation Sociale Internationale ». Paris : La Découverte. pp.21-29.
- Salama, A., Anderson, K., & Toms, J.S. (2011) « Does Community and Environmental Responsibility Affect Firm Risk ? Evidence from UK Panel Data 1994-2006 ». *Business Ethics*, 20(2), pp.192-204.
- Schnietz, K. E., & Epstein, M. J. (2005). « Exploring the Financing Value of a Reputation for Corporate Social Responsibility During a Crisis ». *Corporate Reputation Review*, 7(4), pp.327-345.
- Seignour, A. (2011). « Méthode d'Analyse des Discours. L'Exemple de l'Allocution d'un Dirigeant d'Entreprise Publique ». *Revue Française de Gestion*, 37(211), pp.29-45.
- Sen, A. (1988). « *On Ethics and Economics* ». New-York : B. Blackwell. Chap.I-II, pp.1-57.
- Sethi, S. P. (1979). « A Conceptual Framework for Envrinmental Analysis of Social Issues and Evaluation of Business Response Patterns ». *Academy of Management Review*, 4, pp.63-74.
- Shalchian, H., M'Zali, B., Lilti, J. J., & Elbadraoui, K. (2012). « On the Performance of Socially Responsible Investing : Further Evidence ». *Bankers, Markets & Investors*, (118). pp.30-42.
- Sharfman, M. P., & Fernando, C. S. (2008). « Environmental Risk Management and the Cost of Capital ». *Strategic Management Journal*, 29(6), pp.569-592.

- Shiller, R. J. (2000). « *Exubérance Irrationnelle* ». (Traduit par A. Dublanc). Paris : Valor Edition.
- Simon, H. A. (1943). « *Administration et Processus de Décision* ». (Adapté par X. Greffe ; Traduit par P. E. Dautat). Paris : Economica. Réed. 1983.
- Simon, H. A. (1979) « Ration Decision Making In Business Organizations ». *American Economic Review*, 69(4), pp.493-513.
- Simpson, W. G., & Kohers, T. (2002). « The Link Between Corporate Social and Financial Performance: Evidence from the Banking Industry ». *Journal of Business Ethics*, 35(2), pp.97-109.
- Smith, A. (1759). « *Théorie des Sentiments Moraux* ». (Traduit par M. Biziou., C. Gautier & J. F. Pradeau). Paris : Presses universitaires de France. Réed. 2014.
- Smith, A. (1776). « *Recherche sur la Nature et les Causes de la Richesse des Nations* ». (Traduit par J. A. Roucher). Paris : Chez Buisson. Réed. 1790.
- Soana, M. G. (2011). « The Relationship Between Corporate Social Performance and Corporate Financial Performance in the Banking Sector ». *Journal of Business Ethics*, 104(1), pp.133-148.
- Spinoza, B. (1677). « *Éthique* ». (Traduit par R. Misrahi). Paris : Librairie Générale Française. Réed. 2011.
- Stattlan, D. (1980). « Book Values and Stock Returns ». *The Chicago MBA: A Journal of Selected Papers*, 4, pp.25-45
- Stiglitz, J. E. (2017). « Countering the Power of Vested Interests : Advancing Rationality in Public Decision-Making ». *Journal of Economic Issues*, 51(2), pp.359-365.
- Surroca, J., & Tribo, J. A. (2008). « Managerial Entrenchment and Corporate Social Performance ». *Journal of Business Finance & Accounting*, 35(5-6), pp.748-789.
- Surroca, J., Tribo, J. A., & Waddock, S. (2010). « Corporate Responsibility and Financial Performance : The Role of Intangible Resources ». *Strategic Management Journal*, 31(5), pp.463-490.
- Szwajkowski, E., & Figlewicz, R. E. (1999). « Evaluating Corporate Performance: A comparison Of The Fortune Reputation Survey And The Socrates Social Rating Database ». *Journal of Managerial Issues*, 9(2), pp.137-154.
- Taylor, F. W. (1911). « *The Principles of Scientific Management* ». McMaster University : The History of Economic Thought.
- Tichy, N. M., McGill, A. R., & St.Clair, L. (1997). « *Corporate Global Citizenship, Doing Business in the Public Eye* ». San Francisco : The New Lexington Press.
- Tornay, A. (2006). « *Emmanuel Levinas : Philosophie de l'autre ou philosophie de moi* ». Paris : l'Harmattan.

- Turker, D. (2009). « Measuring Corporate Social Responsibility: A Scale Development Study ». *Journal of Business Ethics*, 85(4), pp.411-427.
- Ullmann, A. A. (1985). « Data in Search of a Theory: A Critical Examination of the Relationships Among Social Performance, Social Disclosure, and Economic Performance of US Firms ». *Academy of Management Review*, 10(3), pp.540-557.
- Unerman, J., Bennett, M. (2004). « Increased Stakeholder Dialogue and the Internet : Towards Greater Corporate Accountability or Reinforcing Capitalist Hegemony ? ». *Accounting, Organizations and Society*, 29(7), pp.685-707.
- Veblen, V. (1898). « Why is Economics Not an Evolutionary Science ? ». *The Quarterly Journal of Economics*, 12(4), pp.373-397.
- Veblen, V. (1899). « The Preconceptions of Economic Science ». *The Quarterly Journal of Economics*, 13(4), pp.396-426.
- Von Bertalanffy, F., (1996). «*La Théorie Générale des Systèmes*». Paris : Dunod. Réed. 1993.
- Waddock, S. (2003) « Myths and Realities of Social Investing ». *Organization & Environment*, 16(3), pp.369-380.
- Waddock, S. A., & Graves, S. B. (1997). « The Corporate Social Performance-Financial Performance Link ». *Strategic Management Journal*, 18(4), pp.303-319.
- Watson, L. (2015). « Corporate Social Responsibility, Tax Avoidance, and Earnings Performance ». *Journal of the American Taxation Association*, 37(2), pp.1-21.
- Weber, M. (1995)« *Économie et Société : Tome 1. Les Catégories de la Sociologie* ». Saint-Amand : Pocket, Agora : Les Classique . pp.285-400.
- Weber. S. (1997). « The end of the business cycle ? ». *Foreign Affairs*, 76(4), p.65-82.
- Williamson, O. E. (1996). « Transaction Cost Economics and the Carnegie Connection ». *Journal of Economic Behavior & Organization*, 31, pp.149-155.
- Wood, D. J. (1991). « Corporate Social Performance Revisited ». *Academy of Management Review*, 16(4), pp.691-718.
- Wu, M.W., & Shen, C.H. (2013). « Corporate Social Responsibility in The Banking Industry : Motives and Financial Performance ». *Journal of Banking & Finance*, 37(9), pp.3529-3547.
- Yang, F. J., Lin, C. W., & Chang, Y. N. (2010). « The Linkage Between Corporate Social Performance and Corporate Financial Performance ». *African Journal of Business Management*, 4(4), pp.406-413.

# Tables

## I. Table des tableaux

Tableau 1 : Univers de notation de l'agence KLD .....	70
Tableau 2 : Les différentes mesures du niveau de responsabilité .....	73
Tableau 3 : Critères de notation liés à la communauté .....	84
Tableau 4 : Critères de notation liés à la gouvernance.....	85
Tableau 5 : Critères de notation liés à la diversité .....	85
Tableau 6 : Critères de notation liés aux employés.....	86
Tableau 7 : Critères de notation liés à l'environnement .....	86
Tableau 8 : Critères de notation liés aux droits humains .....	87
Tableau 9 : Critères de notation liés à la qualité des produits.....	88
Tableau 10 : Utilisation des données binaires de KLD .....	91
Tableau 11 : Méthode d'agrégation de la note KLD .....	95
Tableau 12 : Sélection des catégories responsables de KLD .....	100
Tableau 13 : Pondération des catégories proposée par Waddock et Graves (1997) .....	101
Tableau 14 : Méthodologie de pondération.....	102
Tableau 15 : Différenciation des parties prenantes .....	104
Tableau 16 : Description des notes responsables pour la base de données (I).....	108
Tableau 17 : Description des notes responsables pour la base de données (II).....	108
Tableau 18 : Codes SIC par secteur d'activité. ....	141
Tableau 19 : Répartition par secteur des entreprises de la base de données (I) .....	142
Tableau 20 : Répartition par secteur des entreprises de la base de données globale (II) .....	142
Tableau 21 : Tableau de corrélation, base de données (I) de 1991 à 2012 .....	148
Tableau 22 : Tableau de corrélation, base de données (II) de 1992 à 2012 .....	149
Tableau 23 : Tableau de corrélation, base de données (II) de 2003 à 2012 .....	150
Tableau 24 : Répartition du nombre d'observations par périodicité et par modèle .....	161
Tableau 25 : Coefficient de détermination par périodicité et par modèle .....	163
Tableau 26 : Moyenne du coefficient de détermination par périodicité.....	164
Tableau 27 : Coefficients de détermination des modèles en périodicité annuelle .....	165
Tableau 28 : Coefficients de détermination des modèles en périodicité mensuelle.....	166

Tableau 29 : P-value des facteurs responsables .....	167
Tableau 30 : Coefficients de détermination des modèles composés du facteur FMP .....	171
Tableau 31 : Coefficients de détermination des modèles composés du facteur RSE .....	171
Tableau 32 : Coefficients de détermination des modèles composés du facteur CMT .....	173
Tableau 33 : Nombre d'observations par période .....	174
Tableau 34 : Coefficients de détermination des modèles par période.....	176
Tableau 35 : Coefficients normalisés des facteurs pour une périodicité annuelle .....	176
Tableau 36 : Coefficients normalisés des facteurs pour une périodicité mensuelle.....	177
Tableau 37 : Caractéristiques par secteur des modèles composés du facteur FMP .....	183
Tableau 38 : Caractéristiques par secteur des modèles composés du facteur CMT.....	188
Tableau 39 : Caractéristiques par secteur des modèles composés du facteur RSE.....	192
Tableau 40 : Nombre d'observations par période et par secteur .....	221
Tableau 41 : Liste des variables analysées .....	222
Tableau 42 : Variables significatives par axe de l'ACP de 1992 à 2012 .....	223
Tableau 43 : Entreprises les plus représentatives des axes .....	224
Tableau 44 : Variables significatives par axe de l'ACP de 1992 à 2002 .....	225
Tableau 45 : Variables significatives par axe de l'ACP de 2003 à 2012 .....	225
Tableau 46 : Liste des plans analysés par période .....	225
Tableau 47 : Cosinus carrés des variables du Vecteur F1 sur la période globale .....	227
Tableau 48 : Matrice de corrélation du score de force et faiblesse sur la période globale.....	228
Tableau 49 : Matrice de corrélation du score de force et faiblesse pour les deux périodes...	230
Tableau 50 : Cosinus carrés des variables du Vecteur F1 pour les deux périodes.....	231
Tableau 51 : Caractéristiques définissant le lien entre le score de force et la rentabilité.....	242
Tableau 52 : Caractéristiques définissant le lien entre le score de faiblesse et la rentabilité.	252
Tableau 53 : Corrélation entre le score de force et les variables.....	258
Tableau 54 : Cosinus carré du score de force et faiblesse par secteur .....	259
Tableau 55 : Caractéristiques des entreprises sur le secteur de la vente au détail définissant la relation entre le score de force et le ROE.....	260
Tableau 56 : Caractéristiques des entreprises du secteur de la production industrielle définissant la relation entre le score de force et le coût moyen pondéré de la dette .....	262
Tableau 57 : Caractéristiques des entreprises du secteur de la vente en gros définissant la relation entre le score de force et le coût moyen pondéré du capital .....	264
Tableau 58 : Corrélation entre score de faiblesse et les variables.....	265

Tableau 59 : Caractéristiques des entreprises du secteur de la production industrielle définissant la relation entre le score de faiblesse et le coût moyen pondéré du capital .....	269
Tableau 60 : Sens de la corrélation entre les variables et les scores de forces et de faiblesses .....	270
Tableau 61 : Nombre d'individus par analyse lexicale .....	293
Tableau 62 : Synthèse des champs lexicaux présents dans les discours des dirigeants .....	295
Tableau 63 : Noms des classes lexicales répertoriées au sein des rapports responsables .....	303
Tableau 64 : Classes relatives au discours compensateur .....	303
Tableau 65 : Classes relatives au discours technique.....	306
Tableau 66 : Classe relative au discours technique proactif .....	308
Tableau 67 : Classe relative au discours de gouvernance .....	308
Tableau 68 : Caractéristiques des classes présentes dans le discours généraliste du secteur minier .....	312
Tableau 69 : Caractéristiques des classes présentes dans le discours du métier du secteur minier .....	313
Tableau 70 : Caractéristiques des classes présentes dans le discours du processus productif pour le secteur de la production industrielle .....	315
Tableau 71 : Caractéristiques des classes présentes dans le discours relatif à la communauté et aux droits pour le secteur de la production industrielle.....	316
Tableau 72 : Caractéristiques des classes présentes dans le discours du secteur de la vente au détail .....	318
Tableau 73 : Classes de discours préjudiciables à la responsabilité sur le secteur financier .	319
Tableau 74 : Caractéristiques des classes liées à la philanthropie et au cœur de métier sur le secteur financier .....	320
Tableau 75 : Caractéristiques des classes relatives à la réduction des déchets sur le secteur des services .....	322
Tableau 76 : Classes de discours relatives à la supply-chain sur le secteur des services.....	323
Tableau 77 : Classes de discours relatives à l'aide à la communauté sur le secteur des services .....	324

## II. Table des graphiques

Graphique 1 : Les dimensions de la RSE.....	84
Graphique 2 : Moyennes mobiles du niveau du facteur RSE sur la base de données (I).....	154
Graphique 3 : Moyennes mobiles du niveau du facteur RSE sur la base de données (I).....	154
Graphique 4 : Moyenne mobile centrée sur 24 mois du S&P500 et du facteur RSE.....	155
Graphique 5 : Moyenne mobile centrée sur 24 mois du S&P500 et du facteur FMP.....	156
Graphique 6 : Moyenne mobile centrée sur 24 mois du S&P500 et du facteur CMT.....	157
Graphique 7 : Moyennes mobiles du niveau du facteur RSE sur la base de données (II).....	158
Graphique 8 : Moyenne mobile centrée sur 24 mois du S&P500 et du facteur RSE.....	158
Graphique 9 : Moyenne mobile centrée sur 24 mois du S&P500 et du facteur FMP.....	159
Graphique 10 : Moyenne mobile centrée sur 24 mois du S&P500 et du facteur CMT.....	160
Graphique 11 : ACP axe F1-F2 pour la période globale.....	234
Graphique 12 : ACP axe F1-F5 pour la période globale.....	235
Graphique 13 : ACP axe F1-F6 pour la période 1992-2002.....	236
Graphique 14 : ACP axe F1-F5 pour la période 2003-2012.....	237
Graphique 15 : ACP axe F2-F6 pour la période 1992-2002.....	239
Graphique 16 : ACP axe F4-F5 pour la période globale.....	244
Graphique 17 : ACP axe F4-F13 pour la période globale.....	245
Graphique 18 : ACP axe F5-F14 pour la période globale.....	246
Graphique 19 : ACP axe F1-F2 pour la période 2003-2012.....	247
Graphique 20 : ACP axe F2-F4 pour la période 2003-2012.....	248
Graphique 21 : ACP axe F4-F5 pour la période 2003-2012.....	249
Graphique 22 : ACP axe F5-F13 pour la période globale.....	253
Graphique 23 : ACP axe F2-F5 pour la période 2003-2012.....	254
Graphique 24 : Champ lexical lié au discours stratégique.....	297
Graphique 25 : Champ lexical lié au discours philanthropique.....	299
Graphique 26 : Champ lexical lié au discours d'apparence.....	300
Graphique 27 : Champ lexical lié au discours technique.....	301
Graphique 28 : Analyse factorielle en corrélation des différents champs lexicaux présents dans les discours des dirigeants.....	302
Graphique 29 : Analyse factorielle en corrélations avec les différentes classes de discours ..	309
Graphique 30 : Champ lexical relatif au secteur minier.....	310

Graphique 31 : Champ lexical relatif au secteur de la production industrielle .....	313
Graphique 32 : Champ lexical relatif au secteur de la vente au détail .....	317
Graphique 33 : Champ lexical relatif au secteur financier .....	318
Graphique 34 : Représentation du champ lexical relatif au secteur des services.....	321

### III. Table des équations

Équation 1 : Calcul de la note agrégée des forces .....	94
Équation 2 : Calcul de la note agrégée des faiblesses .....	94
Équation 3 : Calcul de la note par dimension.....	94
Équation 4 : Calcul de la note de responsabilité. ....	107
Équation 5 : Calcul de la note d'irresponsabilité. ....	107
Équation 6 : Calcul de la note de responsabilité globale.....	108
Équation 7 : Équation du MEDAF .....	131
Équation 8 : Calcul de la rentabilité d'un actif.....	131
Équation 9 : Calcul du Bêta.....	132
Équation 10 : Équation du modèle Fama-French.....	133
Équation 11 : Équation du modèle Fama-Fench-RSE .....	135
Équation 12 : Équation du modèle Fama-French-Forces.....	135
Équation 13 : Équation du modèle Fama-French-Faiblesses .....	135
Équation 14 : Calcul du facteur SMB .....	137
Équation 15 : Calcul de la variable book-to-market .....	137
Équation 16 : Calcul de l'actif net.....	138
Équation 17 : Calcul du facteur HML.....	139
Équation 18 : Calcul du facteur FMP .....	139
Équation 19 : Calcul du facteur CMT .....	140
Équation 20 : Calcul du facteur RSE .....	140

## IV. Table des annexes

Annexe 1 : Forces et faiblesses de la dimension « rapport à la communauté » .....	354
Annexe 2 : Forces et faiblesses de la dimension « gouvernance d'entreprise » .....	355
Annexe 3 : Forces et faiblesses de la dimension « diversité » .....	356
Annexe 4 : Forces et faiblesses de la dimension « relation avec les employés ».....	357
Annexe 5 : Forces et faiblesses de la dimension « environnement » .....	358
Annexe 6 : Forces et faiblesses de la dimension « droits humains » .....	360
Annexe 7 : Forces et faiblesses de la dimension « qualité des produits ».....	361
Annexe 8 : Description des variables de l'analyse en composante principale .....	362
Annexe 9 : Tableau de corrélation des variables par secteur .....	366
Annexe 10 : ACP axes F1-F5 pour le secteur minier.....	368
Annexe 11 : ACP axes F1-F2 pour le secteur de la production industrielle .....	369
Annexe 12 : ACP axes F1-F6 pour le secteur de la production industrielle .....	369
Annexe 13 : ACP axes F1-F12 pour le secteur de la production industrielle .....	370
Annexe 14 : ACP axes F5-F12 pour le secteur de la production industrielle .....	370
Annexe 15 : ACP axes F6-F12 pour le secteur de la production industrielle .....	371
Annexe 16 : ACP axes F15-F16 pour le secteur de la production industrielle .....	371
Annexe 17 : ACP axes F1-F7 pour le secteur des « transports communications et fournisseurs d'énergie ».....	372
Annexe 18 : ACP axes F7-F9 pour le secteur des « transports communications et fournisseurs d'énergie ».....	372
Annexe 19 : ACP axes F1-F15 pour le secteur des « transports communications et fournisseurs d'énergie » .....	373
Annexe 20 : ACP axes F1-F2 pour le secteur de la vente au détail .....	373
Annexe 21 : ACP axes F1-F5 pour le secteur de la vente au détail .....	374
Annexe 22 : ACP axes F2-F5 pour le secteur de la vente au détail .....	374
Annexe 23 : ACP axes F4-F5 pour le secteur de la vente au détail .....	375
Annexe 24 : ACP axes F1-F2 pour le secteur de la vente en gros .....	375
Annexe 25 : ACP axes F2-F9 pour le secteur de la vente en gros .....	376
Annexe 26 : ACP axes F5-F7 pour le secteur de la vente en gros .....	376
Annexe 27 : ACP axes F1-F2 pour le secteur des services .....	377
Annexe 28 : ACP axes F1-F7 pour le secteur des services .....	377

Annexe 29 : ACP axes F1-F5 pour le secteur des services .....	378
Annexe 30 : ACP axes F1-F4 pour le secteur des services .....	378
Annexe 31 : Processus d'analyse d'Alceste .....	379
Annexe 32 : Liste des tickers et noms d'entreprises .....	380

# Liste des abréviations, sigles et acronymes

ACP : Analyse en Composantes Principales

APT : *Arbitrage Pricing Theory* ou Modèle d'Evaluation par Arbitrage

CAPM : *Capital Asset Pricing Model*

CERES : Centre d'Études et de Recherches Économiques et Sociales

CNRS : Centre National de Recherche Scientifique

FED : *Federal Reserve System* ou Réserve fédérale Américaine

GRI : *Global Reporting Initiative*

ICSR : *Institutional Corporate Social Responsibility*

KLD : Agence de notation responsable Kinder, Lydenberg, Domini & Co.

NAICS : *North American Industry Classification System*

NRE : Nouvelles Régulations Économiques

MEDAF : Modèle d'Évaluation Des Actifs Financiers

OCDE : Organisation de Coopération et de Développement Économique

ONG : Organisme Non Gouvernemental

PDG : Président Directeur Général

PNUE : Programme des Nations Unies pour l'Environnement

PME : Petites et Moyennes Entreprises

ROA : *Return On Assets*

ROE : *Return On Equity*

RSE : Responsabilité sociale, environnemental et sociétale des Entreprises

SIC code : *Standard Industrial Classification*

TCSR : *Technical Corporate Social Responsibility*

# Annexes

## I. Annexes relatives au chapitre II

Liste des tableaux de dimensions de KLD.

Annexe 1 : Forces et faiblesses de la dimension « rapport à la communauté »

Rapport à la société et aux communautés (COM-)			
Forces (COM-str)			
Variabes	Nom de la variable	Description	Modifications réalisées
Dons auprès d'œuvres caritatives	(COM-str-A)	L'entreprise a régulièrement attribué plus de 1,5% de ses frais de gestion courant avant impôt des 3 dernières années à des œuvres caritatives, ou a réalisé d'importants dons.	Changement de nom en 2002 pour dons généreux
Dons innovants	(COM-str-B)	L'entreprise a un programme de dons particulièrement innovant en direction d'organisations à but non lucratif, plus particulièrement celles faisant la promotion de l'autosuffisance des personnes désavantagées économiquement	
Aide à la construction de logements	(COM-str-C)	L'entreprise participe activement, dans le privé ou le public, à l'aide au logement des plus démunis, par exemple « <i>The national Equity Fund</i> » ou « <i>the Enterprise Foundation</i> ».	
Aide à l'éducation	(COM-str-D)	L'entreprise a été particulièrement innovante dans le développement de l'accès à l'éducation dans le primaire et secondaire auprès des plus défavorisés. Sinon, l'entreprise a fortement contribué à des programmes de formation et de stages auprès de jeunes.	KLD a ajouté l'aide à l'éducation en 1994
Relations avec des populations indigènes	(COM-str-E)	L'entreprise construit des relations avec les populations indigènes dans les régions où elle exerce ses activités. L'entreprise a également respecté la souveraineté, la culture, la terre, les droits humains et la propriété intellectuelle des populations autochtones.	KLD a commencé à faire cette notation en 2000, puis l'a déplacé dans les droits humains en 2002
Dons auprès d'œuvres caritatives implantées hors des Etats-Unis	(COM-str-F)	L'entreprise a fait des efforts conséquents afin de réaliser des dons à l'étranger. Ces dons doivent représenter au minimum 20% des dons globaux réalisés. Sinon, elle a mis en place un programme innovant d'aide en dehors des États-Unis.	
Contribution à des programmes volontaires	(COM-str-G)	L'entreprise a exceptionnellement mis en place un programme bénévole.	KLD a ajouté cette partie en 2005
Autres forces	(COM-str-X)	L'entreprise a fait des dons importants quels qu'ils soient ou a exercé une activité bénéfique à la communauté.	
Faiblesse (COM-con)			
Investissements controversés	(COM-con-A)	L'entreprise est une institution financière qui a prêté ou réalisé des investissements qui ont suscité des controverses liées à sa politique de réinvestissement auprès de la communauté.	
Impacts économiques négatifs	(COM-con-B)	Les activités de l'entreprise ont engendré d'importantes polémiques quant à son impact économique sur la communauté. Cela comprend des litiges liés à	

		des contaminations environnementales, des conflits liés aux droits vis-à-vis de ressources en eau, des fermetures d'usines, des contrats de « put-or-pay » concernant des incinérateurs de déchets ou toutes actions de la firme qui affectent la qualité de vie, le taux d'imposition ou les valeurs immobilières de la communauté.	
Relation avec les populations indigènes	(COM-con-C)	L'entreprise est impliquée dans des altercations avec des populations autochtones, relativement au non-respect par l'entreprise de leur souveraineté, terres, culture, droits et de leur propriété intellectuelle.	KLD a commencé cette notation en 2000. Puis celle-ci a été déplacée dans les droits humains en 2002
Litige avec le fisc	(COM-con-D)	L'entreprise a été récemment impliquée dans un litige avec le fisc au niveau fédéral, national, local ou avec des autorités gouvernementales non américaines.	En 2005 cette partie fut transférée de la dimension gouvernance d'entreprise à celle liée à la communauté
Autres faiblesses	(COM-con-X)	L'entreprise est impliquée dans un litige avec la communauté ou est liée à d'autres affaires notables dans des controverses avec celle-ci.	

## Annexe 2 : Forces et faiblesses de la dimension « gouvernance d'entreprise »

Gouvernance d'entreprise (CGOV)			
Avant 2002, cette dimension était nommée « autre catégorie ». Le nom a changé en 2002 afin de mieux rendre compte des éléments présents dans cette dimension.			
Forces (CGOV-str)			
Variabiles	Nom de la variable	Description	modification
Niveau de rémunération maximum	(CGOV-str-A)	Le niveau de rémunération des cadres dirigeants et des membres du conseil d'administration a été raisonnable sur la période. La rémunération totale doit être inférieure à 500 000\$ par an pour le PDG ou inférieure à 30 000\$ par an pour les administrateurs externes.	
Degré de propriété d'une firme responsable	(CGOV-str-C)	L'entreprise détient entre 20 % et 50 % d'une autre entreprise citée par KLD pour son action proactive, ou l'entreprise est détenue à plus de 20% par une firme que KLD a considéré comme ayant des forces dans le social. Lorsque l'entreprise détient plus de 50% des parts KLD considère la deuxième firme comme une subdivision de la première. Cela ne peut pas constituer une force.	
Niveau de transparence	(CGOV-str-D)	L'entreprise est particulièrement efficace dans la collecte et la mise en place de mesures de performance responsable dans les domaines sociaux et environnementaux, ou l'entreprise est exceptionnellement efficace dans la collecte d'une mesure particulière.	Cette variable a été ajoutée en 2006, elle incorpore des informations provenant anciennement de la dimension Environnement : force de communication (ENV-str-E), comme une partie de cette variable
Forte Politique de	(CGOV-str-E)	L'entreprise a très nettement montré ses qualités de gestion. Elle	Cette variable a été ajoutée en 2006

divulgence des informations financières		peut également connaître un bon niveau de transparence et de responsabilité civique au sein de l'État fédéral américain ou étranger.	
Autres forces	(CGOV-str-X)	L'entreprise possède une culture d'entreprise positive, ou elle a entrepris une forte initiative responsable non abordée dans la dimension gouvernance de KLD.	
Faiblesses (CGOV-con)			
Haut niveau de rémunération	(CGOV-con-B)	L'entreprise octroie une rémunération trop importante à ses cadres dirigeants et de son bureau d'administration. La limite correspond à une rémunération totale du PDG supérieure à 10 millions de dollars ou supérieure à 100 000 \$ pour ses administrateurs externes.	
Propriétaire de firmes liées aux secteurs contestés	(CGOV-con-F)	L'entreprise détient entre 20% et 50% d'une entreprise citée par KLD comme ayant une variable sociale jugée irresponsable, ou l'entreprise est détenue à plus de 20% par une entreprise ayant plusieurs variables irresponsables. Lorsqu'une entreprise détient plus de 50% d'une autre KLD considère la deuxième firme fait partie de la première.	
Litiges comptables	(CGOV-con-G)	L'entreprise est impliquée dans de sérieux litiges fiscaux.	Cette variable a été ajoutée en 2006
Faible niveau de transparence	(CGOV-con-H)	L'entreprise ne retranscrit que peu de données de performance relatives aux dimensions sociales et environnementales.	Cette variable a été ajoutée en 2006
Politique de divulgation des informations financières fiables	(CGOV-con-I)	L'entreprise est caractérisée par une politique très insuffisante de divulgation publique de ses documents comptables au sein d'un État fédéral américain ou étranger.	Cette variable a été ajoutée en 2006
Autres faiblesses	(CGOV-con-X)	L'entreprise est impliquée dans quelque autre controverse liée à sa gouvernance, non répertoriée par KLD.	

### Annexe 3 : Forces et faiblesses de la dimension « diversité »

Diversité (DIV)			
Forces (DIV-str)			
Variables	Nom de la variable	Description	modification
PDG	(DIV-str-A)	Le PDG de l'entreprise est une femme ou est issu d'une minorité.	
Promotions	(DIV-str-B)	L'entreprise a fait des progrès notables dans la promotion des femmes et des minorités, particulièrement aux postes relatifs aux pertes et profits de l'entreprise	
Conseil d'administration	(DIV-str-C)	Les femmes, les minorités ou encore les handicapés détiennent quatre sièges ou plus (une personne ne peut compter double) au conseil d'administration. Sinon, ils représentent plus d'un tiers du conseil d'administration si le nombre d'administrateur est inférieur à douze.	

Avantage travail/vie	(DIV-str-D)	L'entreprise procure d'importants avantages aux employés ou d'autre programme concernant les problèmes entre la vie et le travail. Par exemple la garde d'enfant, la garde de personnes âgées ou un temps de travail flexible.	Avant 2005 cette variable s'appelait avantage familiaux
Politique auprès des Femmes et des minorités	(DIV-str-E)	L'entreprise réalise au minimum 5 % de ses achats ou contrats de sous-traitance auprès d'entreprises détenus par une femme ou une personne issue d'une minorité.	
Employé handicapé	(DIV-str-F)	L'entreprise a mis en place un programme d'embauche innovant auprès d'employés handicapés ou tout autre programme innovant dans les ressources humaines à destinations de salariés handicapés. l'entreprise a une réputation de créatrice d'emplois auprès de travailleurs handicapés.	
Politique gay & lesbienne	(DIV-str-G)	L'entreprise a mis en place une politique progressiste à l'égard de ses salariés gays et lesbiens. En particulier en donnant des avantages au compagnon de ces employés	Cette variable a été ajouté en 1995, elle était préalablement appelée « <i>the progressive Gay/ Lesbian policies strength</i> »
Autres forces	(DIV-str-X)	L'entreprise a pris d'importants engagements, non répertoriés par KLD, dans le développement la diversité au sein de sa structure.	
Faiblesses (DIV-con)			
Controverses	(DIV-con-A)	L'entreprise a soit payé d'importantes amendes après la révélation d'actions controversées, quant à sa diversité. Sinon, elle est impliquée dans des litiges relatifs à la diversité.	
Sous-représentation	(DIV-con-B)	Aucune femme ne siègent au conseil d'administration, ou ne fait partie des cadres dirigeants de l'entreprise.	
Autres faiblesses	(DIV-con-X)	L'entreprise est impliquée dans des controverses, liées à la diversité, non couverte par KLD	

#### Annexe 4 : Forces et faiblesses de la dimension « relation avec les employés »

Relation avec les employés (EMP)			
Forces (EMP-str)			
Variables	Nom de la variable	Description	modification
Relation avec les syndicats	(EMP-str-A)	L'entreprise a pris des mesures exceptionnelles pour traiter équitablement avec ses syndicats	
Sauvegarde des emplois	(EMP-str-B)	L'entreprise a maintenu une politique de sauvegarde des emplois	KLD n'a pas attribué de force à cette variable depuis 1994
distribution du résultat	(EMP-str-C)	L'entreprise a un programme de redistribution des bénéfices à destination de ses employés	
Implication des employés	(EMP-str-D)	L'entreprise encourage fortement ses salariés à détenir des actions de l'entreprise, par l'achat de <i>stocks options</i> . Sinon par le partage des bénéfices, par la possession d'actions, par la diffusion d'informations financières ou par la participation à la prise de décision.	
Avantages de retraite	(EMP-str-F)	L'entreprise propose un bon programme de retraite à ses	

importants		salariés.	
Politique de santé et de sécurité importante	(EMP-str-G)	L'entreprise propose un bon programme de santé et de sécurité à ses salariés	
Autres forces	(EMP-str-X)	L'entreprise a lancé de fortes initiatives pour améliorer la relation avec ses employés, mais cette variables n'est pas couvert par KLD.	
Faiblesses (EMP-con)			
Relation avec les syndicats	(EMP-con-A)	L'entreprise a historiquement une relation médiocre avec ses syndicats.	Cette variable était nommée « <i>poor union relation</i> »
Problèmes liés à la santé et à la sécurité	(EMP-con-B)	L'entreprise a récemment payé d'importantes amendes pour des violations délibérées des standards de sécurité et de santé. Sinon, elle a été incriminée dans de considérables controverses sur la santé et la sécurité de ses employés.	
Réduction du nombre d'employé	(EMP-con-C)	L'entreprise a réalisé d'important licenciement, réduisant fortement le nombre d'employé dans les dernières années.	
Avantages de retraite limités	(EMP-con-D)	L'entreprise propose un programme de retraite sous développé ou inadéquat	Avant 2004 cette variable s'appelait « <i>Pension/benefits concern</i> »
Autres faiblesses	(EMP-con-X)	L'entreprise est impliquée dans des litiges, non répertorié dans les variables KLD, avec ses employés.	

#### Annexe 5 : Forces et faiblesses de la dimension « environnement »

Environnement (ENV)			
Forces (ENV-str)			
Variables	Nom de la variable	Description	modification
Produits et services avantageux	(ENV-str-A)	L'entreprise réalise des résultats importants suite à leurs innovations dans la dépollution de produits, dans leurs services environnementaux ou dans leurs produits faisant la promotion de réduction de la consommation d'énergie. Sinon, l'entreprise a développé des produits innovants ayant un impact positif sur l'environnement. Le terme de services environnementaux n'inclut pas les services sur des effets environnementaux contestables, comme l'enfouissement des déchets, l'incinération, la transformation des déchets en énergie verte ou la fracturation hydraulique.	
Prévention des pollutions	(ENV-str-B)	L'entreprise a développé un programme conséquent de prévention des émissions des déchets et d'utilisation de matières toxiques.	
Recyclage	(ENV-str-C)	L'entreprise utilise de manière conséquente, dans son processus de production, des matières recyclables pour matière première, ou elle est un acteur majeur dans l'industrie du recyclage.	
Énergie propre	(ENV-str-D)	L'entreprise a pris d'importantes mesures afin de réduire son impact sur le changement climatique et la pollution de l'air, par	

		l'utilisation d'énergies renouvelables, de carburants propres ou par de meilleur rendement dans l'utilisation d'énergies fossiles. L'entreprise a montré un engagement fort dans la promotion d'une politique responsable de l'environnement et des pratiques en dehors de ses prérogatives.	
Communications	(ENV-str-E)	L'entreprise est signataire des principes du CERES en publiant de nombreux rapports environnementaux, ou l'entreprise a un système de communications interne efficace quant aux bonnes pratiques environnementales.	KLD a commencé la notation de cette variable en 1996 dans la dimension gouvernance d'entreprise (CGOV-str-D), elle a été déplacée dans cette dimension en 2005
Propriété, usine et équipement	(ENV-str-F)	L'entreprise maintient ses biens, ses usines et ses équipements au-dessus des performances habituelles du secteur sur lequel elle évolue.	KLD n'a pas donné de force à cette variable depuis 1995
Système de management	(ENV-str-G)	L'entreprise a démontré un engagement supérieur aux systèmes de management environnementaux comme la norme ISO 140001 ou d'autres programmes volontaires.	Cette force est apparue en 2006
Autres forces	(ENV-str-X)	L'entreprise a attesté d'un fort engagement dans des systèmes de management ou des programmes volontaires ou toute autre activité proactive dans la défense de l'environnement.	
Faiblesses (ENV-con)			
Rejets toxiques	(ENV-con-A)	Les actifs de l'entreprise concernant les rejets dangereux excèdent 50 millions d'euros, ou l'entreprise a récemment payé une amende conséquente pour la violation volontaire de la législation à l'encontre des rejets toxiques.	
Problème de régulation des pollutions	(ENV-con-B)	Les dettes de l'entreprise pour des rejets dangereux excèdent 50 millions de dollars, ou l'entreprise a récemment payé une amende pour violation des règles managériales de rejets environnementaux.	
Produits chimiques réduisant la couche d'ozone	(ENV-con-C)	L'entreprise a récemment payé une amende liée à la violation de pollution de l'air, de l'eau ou autres règles environnementales	
Émissions polluantes considérables	(ENV-con-D)	L'entreprise est l'un de plus grand industriel producteur de produits chimiques destructeur de la couche d'ozone comme les HCFC's, le méthyle chloroform, le méthylène chloride ou le Bromure.	
Agriculture chimique	(ENV-con-E)	L'entreprise est un important producteur de produits chimiques pour l'agriculture comme les pesticides ou les engrais chimiques.	
Changement climatique	(ENV-con-F)	L'entreprise réalise des gains substantiels provenant de la vente de charbon, pétrole ou tout autre produit dérivé. L'entreprise réalise indirectement d'importante rentrée d'argent par la combustion de charbon et de pétrole et leurs dérivés. Cela inclus les fournisseurs d'électricité, les compagnies de transport, les constructeurs automobiles, de camion et toute autre entreprise de transport.	KLD a ajouté cette variable en 1999
Autres faiblesses	(ENV-con-X)	L'entreprise est impliquée dans des controverses environnementales non couverte par KLD	

Annexe 6 : Forces et faiblesses de la dimension « droits humains »

Droits humains (HUM)			
En 2002 KLD a réorganisé la présentation des données liées aux communautés et celles liées aux variables extérieures au territoire américain. La plupart des informations présentes dans la dimension droits humains sont d'anciennes variables liés aux opérations en dehors du sol américain.			
Forces (HUM-str)			
Variables	Nom de la variable	Description	modification
Actions jugées positives en Afrique du sud	(HUM-str-A)	L'entreprise est reconnue comme ayant une attitude positive en Afrique du Sud	KLD a donné une valeur à cette variable entre 1994 et 1995
Relation avec les populations indigènes	(HUM-str-D)	L'entreprise établie des relations avec les populations indigènes dans les régions où elle exerce ses activités. L'entreprise a également respecté la souveraineté, la culture, la terre, les droits humains et la propriété intellectuelle des populations autochtone.	KLD a commencé cette notation en 2000 comme une variable de la dimension liée aux communautés, elle a par la suite été déplacée dans les droits humains en 2004
Respect du droit du travail	(HUM-str-G)	L'entreprise à une relation particulièrement bonne avec les syndicats basés en dehors des États-Unis, ou elle a pris des initiatives dans la considération et l'innovation dans la défense des droits des salariés	Cette variable a été ajoutée en 2002
Autres forces	(HUM-str-X)	L'entreprise a mis en place d'exceptionnelle initiative relative aux droits humains, ainsi qu'une forte transparence dans sa politique vis-à-vis des droits humains. Elle peut également avoir montré un <i>leadership</i> dans la défense des droits humains, non couvert par KLD	
Faiblesses (HUM-con)			
Afrique du Sud	(HUM-con-A)	L'entreprise a connu des litiges vis-à-vis de ses actions en Afrique du Sud	KLD a relevé une faiblesse sur cette variable entre 1991 et 1994
Irlande du Nord	(HUM-con-B)	L'entreprise a des activités en Irlande du nord	KLD a relevé une faiblesse sur cette variable entre 1991 et 1994
Birmanie	(HUM-con-C)	L'entreprise intervient, réalise des investissements ou des gains en provenance de la Birmanie.	KLD a commencé à noter cette variable en 1995
Mexique	(HUM-con-D)	Les activités de l'entreprise au Mexique sont en lien avec de récentes controverses liées au traitement des employés ou à la dégradation de l'environnement.	KLD a pris en compte cette variable entre 1995 et 2002
Non-respect du droit du travail	(HUM-con-F)	Les activités de l'entreprise sont liées à des controverses importantes relatives au respect du droit du travail sur ses chaînes de production.	KLD a commencé à considérer cette variable en 1998.
Relation avec les populations indigènes	(HUM-con-G)	L'entreprise est impliquée dans un litige avec des populations indigènes (au sein des États-Unis ou en dehors). Cela indique que l'entreprise ne respecte pas la souveraineté, la terre, la culture, les droits humains et la propriété intellectuelle de ces populations	KLD a commencé à prendre en compte cette variable en 2000
Autres faiblesses	(HUM-con-X)	Les activités de l'entreprise ont été sujettes à de récentes controverses concernant les droits humains non couverts pas KLD	

Annexe 7 : Forces et faiblesses de la dimension « qualité des produits »

Qualité des produits (PRO)			
Forces (PRO-str)			
Variabiles	Nom de la variable	Description	modification
Qualité	(PRO-str-A)	L'entreprise a développé un programme d'amélioration de sa qualité au sein de sa structure. Sinon, son management de la qualité est reconnu comme exceptionnel au sein de l'industrie Américaine.	
Innovation, recherche et développement	(PRO-str-B)	L'entreprise est leader de son secteur dans la recherche et développement, plus particulièrement elle apporte des produits innovants sur le marché.	
Aide aux personnes défavorisées	(PRO-str-C)	En outre de ses activités habituelles, l'entreprise pourvoit à l'approvisionnement de ses produits ou services en direction des plus démunis.	
Autre forces	(PRO-str-X)	Les produits de l'entreprise procurent un bénéfice social inhabituel ou unique sur son marché.	
Faiblesses (PRO-con)			
Sécurité des produits	(PRO-str-A)	L'entreprise a récemment payé une amende ou est récemment impliquée dans d'importantes controverses concernant la sécurité de ses produits et services.	
Litiges liés aux contrats et aux politiques marketings	(PRO-str-D)	L'entreprise a récemment été impliquée dans une controverse marketing importante. L'entreprise a dû payer une amende liée à sa politique publicitaire, de fraude auprès des consommateurs ou de contrat avec le gouvernement.	
Antitrust	(PRO-str-E)	L'entreprise a récemment payée une amende liée à la violation de lois <i>antitrust</i> : Entente sur les prix, complicité avec d'autres firmes, niveau de prix anticoncurrentiel. Sinon, d'importantes controverses en lien avec des déclarations d'antitrust.	
Autres faiblesses	(PRO-str-X)	L'entreprise connait de sérieuses controverses. Par exemple, si elle est un fournisseur d'électricité qui fait face à des problèmes de sécurité nucléaire, si elle a vendu des produits défectueux, ou si elle est impliquée dans d'autres litiges liés à ses produits mais non couvert par KLD.	

## II. Annexes relative au chapitre III :

Liste des variables observées :

### Annexe 8 : Description des variables de l'analyse en composante principale

	Critères	Nom Bloomberg	Définition Bloomberg
1	Note Forces	Personnel	Voir chapitre I
2	Note Faiblesses	Personnel	Voir chapitre I
3	Note Responsabilité globale	Personnel	Voir chapitre I
4	Rentabilité des actions	RENT_BOURSIERE	Voir chapitre II
5	Volatilité (30, 60, 90 jours)	VOLATILITY_30D	
6	Résultat / Capitaux propres (ROE)	RETURN_COM_EQY	Mesure la rentabilité d'une société en évaluant le profit qu'elle génère étant donné le capital que les actionnaires y ont investi.
7	Résultat / Actif (ROA)	RETURN_ON_ASSET	Indicateur de la rentabilité d'une société par rapport à ses actifs totaux.
8	Price Earning Ratio	PE_RATIO	Rapport entre le prix d'une action et les bénéfices par action de la société.
9	Tobin's Q	TOBIN_Q_RATIO	Ratio de la valeur de marché d'une société par rapport au coût de remplacement de ses actifs.
10	Capitalisation historique	HISTORICAL_MARKET_CAP	Total de la valeur de marché en dollar de toutes les actions en circulation de la société
11		HML	Voir chapitre II
12	Résultat Net	NET_INCOME	Les bénéfices nets déduction faite de toutes les dépenses.
13	Résultat d'exploitation	EBIT	Bénéfices avant charges d'intérêts et d'impôts sur le revenu
14	Rendement du capital investi	RETURN_ON_INV_CAPITAL	Indique dans quelles mesures la société utilise efficacement les sources de capital (actions + dettes) investies dans ses opérations
15	Coût moyen pondéré de la dette	WACC_COST_DEBT	Le coût moyen pondéré après impôts de la dette pour le titre, calculé en utilisant les taux des obligations d'état, un facteur d'ajustement de dette, les proportions de dette à court et à long terme par rapport à la dette totale et le taux d'imposition effectif de l'action. Le facteur d'ajustement de la dette correspond au rendement moyen au-dessus des obligations d'État pour une classe donnée de <i>rating</i> . Plus ce dernier est bas, plus le facteur d'ajustement est élevé. Le facteur d'ajustement de dette (AF) est uniquement utilisé lorsqu'aucune courbe de juste valeur de marché n'existe pour la société. Si la société ne détient pas de rating de crédit, un taux présumé de 1,38 est utilisé. Ce taux est équivalent à celui qui est accordé pour un rating d'émetteur de devise LT BBB+ selon S&P. Le facteur d'ajustement de la dette est calculé selon une méthode exclusive à Bloomberg

16	Coût moyen pondéré du capital	WACC_COST_EQUITY	Dérivé du Modèle d'évaluation des actifs financiers (CAPM). La valeur par défaut du taux sans risque est le taux pour une obligation à long terme (10 ans) :  Coût des capitaux propres = Taux sans risque + [Bêta x Prime de risque du pays]
17	Actif total	BS_TOT_ASSET	L'actif total est la somme des investissements immobiliers nets, des cash-flows et équivalents, des autres investissements, des sommes à recevoir, des autres actifs et des actifs affectés.
18		ACTIF_NET	
19	Prix sur actif net	PX_TO_BOOK_RATIO	Ratio du cours de l'action et de l'actif net par action.
20	Capitaux propres	TOTAL_EQUITY	Total des actifs de la société moins le total de ses dettes.
21	Dettes nette / total capitaux propres	TOT_DEBT_TO_TOT_EQY	Dettes totale divisée par le total des capitaux propres Actionnaires.
22	Dettes LT / Capitaux propres	LT_DEBT_TO_TOT_EQY	Dettes à long terme en pourcentage du total des capitaux propres.
23	Dettes nette	NET_DEBT	Métrique qui présente la situation d'endettement globale d'une société en faisant le solde de son passif et de ses dettes et de ses liquidités et d'autres actifs liquides similaires.
24	Dettes LT	BS_LT_BORROW	Emprunts de long terme, ce qui inclut toutes les obligations financières portant intérêts qui ne sont pas court terme. Inclut les titres convertibles, remboursables, encaissables par anticipation, les prêts, les dettes hypothécaires, les fonds d'amortissement, les découverts bancaires long terme et les contrats de location-acquisition/location financière. Exclut la part court terme de dettes long terme, les charges de retraite, les passifs d'impôts différés et les actions <i>preferred</i> . Inclut les obligations de capital ('capital notes') subordonnées. Inclut les <i>preferred</i> remboursables obligatoirement et les titres trust <i>preferred</i> conformément à la règle FASB 150 effective à partir de juin 2003.
25	Dettes CT	BS_ST_BORROW	Emprunt de court terme qui Inclut les découverts bancaires, les dettes et emprunts court terme, les pensions sur titres (repos) et repos inverses, la partie court terme des emprunts long terme, des obligations sous les contrats de location-acquisition/location financière, les effets à payer, les acceptations bancaires et la partie actuelle des titres de crédit-bail.
26	Total Dettes / Total Actif	TOT_DEBT_TO_TOT_ASSET	Dettes totale / Total des actifs
27	Actif / Capitaux propres	ASSET_TO_EQY	Actif total divisé par les capitaux propres Actionnaires
28	<i>Goodwill</i>	BS_GOODWILL	Correspond au montant en surplus payé par rapport à la juste valeur des actifs lors d'une acquisition comptabilisée selon la méthode anglo-saxonne d'acquisition à la juste valeur ( <i>purchase method</i> ). Ce montant est inclus avec les autres actifs immatériels dans le bilan et est net d'amortissement cumulé. Il n'est pas additionné avec le goodwill négatif.

29	Goodwill en pourcentage du total des actifs.	GOODWILL_ASSETS_%	$(goodwill / \text{total des actifs}) * 100$
30	Prix théorique d'acquisition d'une société	ENTERPRISE_VALUE	Tous les composants autres que la capitalisation boursière se pour calculer la valeur de l'entreprise.  Capitalisation boursière historique + composantes de VE (=actions préféré + intérêt minoritaire + dette totale – cash et équivalent – ajustement
31	Cash d'exploitation	CF_CASH_FROM_OPER	Montant total du cash généré par les opérations de la société. L'effet de la transformation du fonds de roulement non cash en cash d'exploitation peut être positif ou négatif. Une diminution des actifs circulants ou une augmentation des passifs circulants augmente le cash d'exploitation ; à l'inverse, une augmentation des actifs circulants ou une diminution des passifs circulants diminue le cash d'exploitation :  Résultat net + dépréciation et amortissement + ajustement autre non cash + variation du fonds de roulement non cash
32	Bénéfice par action non dilué	IS_EPS	Bénéfice par actions après impôts. Inclut les effets de tous les gains/pertes uniques, non récurrents et exceptionnels. Utilise le nombre moyen d'action pondéré en excluant les effets des convertibles. Calculé comme le résultat net disponible aux actionnaires s ordinaires divisé par le nombre moyen d'actions pondéré en circulation
33	Taux de croissance prévisible	SUSTAIN_GROWTH_RT	$(\text{Ratio de rétention} / 100) * \text{retour sur actions ordinaires}$  ratio de rétention = 100-taux de distribution de dividende

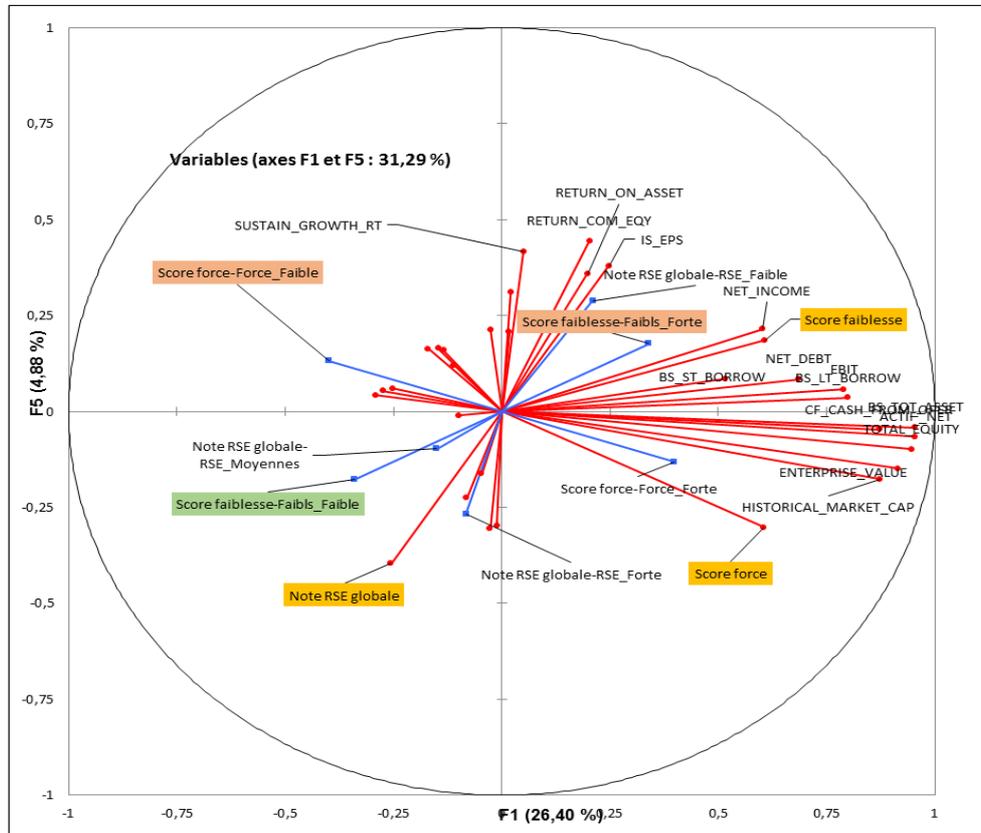


Annexe 9 : Tableau de corrélation des variables par secteur

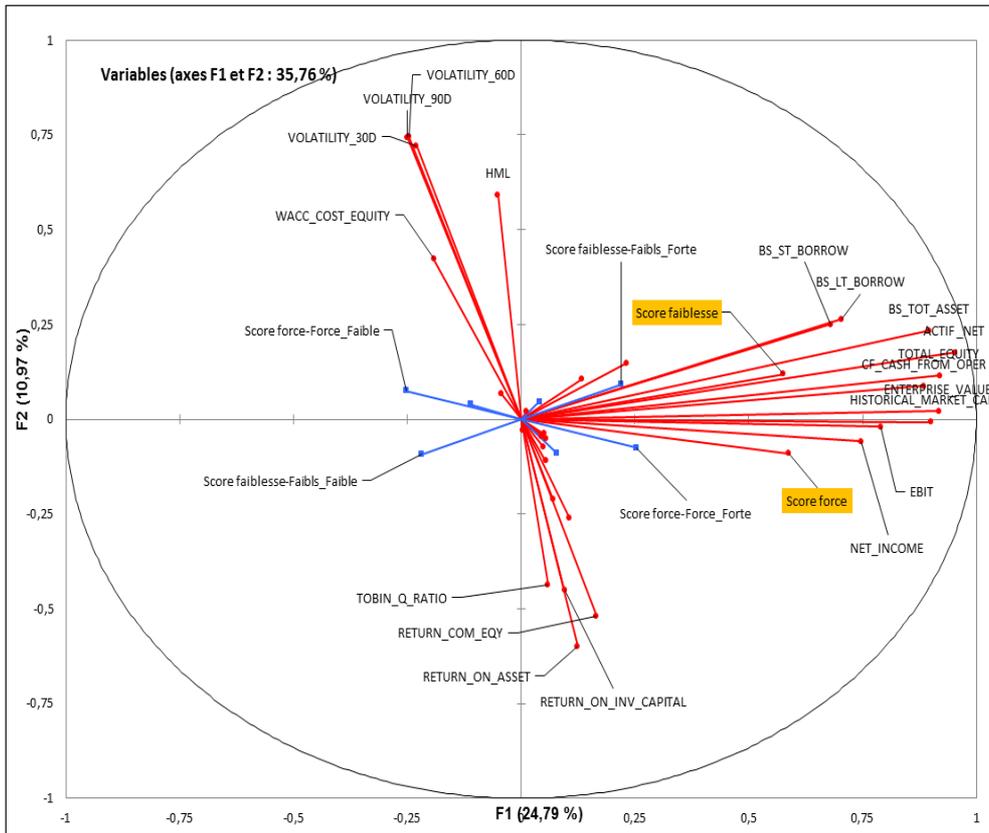
Variables	Secteur minier			Secteur production industrielle			Secteur des transports, communication et fournisseurs d'énergie			Secteur de la vente au détail			Secteur vente en gros			Secteur financier			Secteur des services		
	Score forces	Score faiblesses	Note RSE globale	Score forces	Score faiblesses	Note RSE globale	Score forces	Score faiblesses	Note RSE globale	Score forces	Score faiblesses	Note RSE globale	Score forces	Score faiblesses	Note RSE globale	Score forces	Score faiblesses	Note RSE globale	Score forces	Score faiblesses	Note RSE globale
Score force	1	0,394	0,096	1	0,436	0,498	1	0,366	0,314	1	0,329	0,374	1	0,034	0,342	1	0,395	0,288	1	0,181	0,464
Score faiblesse	0,394	1	-0,679	0,436	1	-0,395	0,366	1	-0,592	0,329	1	-0,577	0,034	1	-0,666	0,395	1	-0,537	0,181	1	-0,531
Note RSE globale	0,096	-0,679	1	0,498	-0,395	1	0,314	-0,592	1	0,374	-0,577	1	0,342	-0,666	1	0,288	-0,537	1	0,464	-0,531	1
Renta norm	-0,006	-0,070	0,004	0,027	0,000	0,018	-0,024	-0,012	-0,004	-0,031	-0,019	-0,005	-0,010	-0,047	0,017	-0,009	0,009	-0,055	-0,011	0,000	-0,028
VOLATILITY_30D	-0,096	-0,039	0,113	-0,159	-0,076	0,009	-0,169	-0,065	0,062	-0,110	-0,131	0,140	-0,066	0,006	0,117	-0,042	-0,033	0,176	-0,035	-0,013	0,104
VOLATILITY_60D	-0,103	-0,045	0,133	-0,174	-0,087	0,011	-0,168	-0,063	0,057	-0,133	-0,133	0,140	-0,066	0,005	0,126	-0,040	-0,024	0,182	-0,058	-0,014	0,090
VOLATILITY_90D	-0,116	-0,047	0,145	-0,183	-0,085	0,013	-0,170	-0,063	0,065	-0,147	-0,149	0,159	-0,064	0,001	0,138	-0,037	-0,016	0,193	-0,062	-0,017	0,106
RETURN_COM_EQY	0,021	0,039	-0,055	0,145	0,061	0,058	0,002	-0,038	0,023	0,027	0,052	-0,037	-0,021	-0,065	-0,005	0,020	0,008	-0,018	0,046	0,035	0,010
RETURN_ON_ASSET	0,034	0,012	-0,020	0,088	-0,009	0,064	-0,057	-0,060	-0,014	0,050	-0,057	0,030	-0,008	-0,121	0,027	-0,092	-0,010	-0,053	0,073	-0,031	0,046
PE_RATIO	-0,040	-0,029	0,007	-0,044	-0,027	-0,014	-0,021	-0,037	0,023	0,023	-0,054	0,046	0,027	-0,039	0,032	-0,022	-0,020	0,008	0,008	-0,014	0,011
TOBIN_Q_RATIO	-0,003	-0,066	0,067	0,041	-0,071	0,084	-0,102	-0,091	0,017	0,104	-0,082	0,116	-0,013	-0,202	0,110	-0,094	-0,006	-0,049	0,096	-0,098	0,106
HISTORICAL_MARKET_CAP	0,508	0,501	-0,159	0,518	0,489	0,070	0,463	0,440	-0,078	0,340	0,560	-0,229	0,273	0,182	-0,016	0,531	0,537	-0,059	0,420	0,185	0,133
HML	0,044	0,098	-0,062	-0,015	0,096	-0,079	0,094	0,135	-0,032	-0,072	0,022	-0,040	0,011	0,229	-0,160	0,141	0,013	0,093	-0,021	0,041	-0,025
NET_INCOME	0,246	0,272	-0,110	0,388	0,382	0,037	0,161	0,162	-0,033	0,331	0,524	-0,204	0,134	0,124	-0,049	0,178	0,141	-0,004	0,354	0,126	0,126
EBIT	0,410	0,420	-0,124	0,411	0,440	0,021	0,343	0,391	-0,090	0,359	0,576	-0,223	0,259	0,197	-0,035				0,451	0,236	0,126
RETURN_ON_INV_CAPITAL	-0,090	0,044	-0,048	0,089	0,013	0,058	0,001	0,002	-0,036	-0,026	-0,021	0,000	0,007	-0,077	0,020	-0,026	0,039	-0,047	0,083	0,001	0,062
WACC_COST_DEBT	-0,190	-0,029	0,137	0,009	0,043	0,096	-0,114	0,021	0,077	-0,071	0,075	0,024	-0,101	-0,087	0,241	-0,139	-0,111	0,201	-0,055	0,023	0,088
WACC_COST_EQUITY	-0,093	-0,053	-0,031	-0,147	-0,015	-0,123	-0,162	-0,018	0,007	-0,082	-0,071	0,106	-0,038	0,081	-0,026	0,097	0,114	0,080	0,022	0,049	-0,027
BS_TOT_ASSET	0,588	0,566	-0,206	0,423	0,452	0,015	0,495	0,525	-0,130	0,373	0,661	-0,279	0,312	0,329	-0,091	0,583	0,577	-0,050	0,518	0,298	0,118
ACTIF_NET	0,601	0,565	-0,191	0,504	0,535	0,020	0,490	0,508	-0,116	0,374	0,647	-0,266	0,296	0,315	-0,085	0,580	0,562	-0,046	0,504	0,269	0,130
PX_TO_BOOK_RATIO	-0,048	-0,025	-0,003	0,030	0,020	-0,004	-0,018	-0,047	0,022	-0,010	-0,013	0,017	0,001	-0,109	0,052	-0,040	-0,006	-0,006	0,004	0,006	0,009
TOTAL_EQUITY	0,616	0,543	-0,164	0,519	0,523	0,045	0,451	0,477	-0,112	0,360	0,620	-0,252	0,317	0,306	-0,069	0,575	0,561	-0,054	0,474	0,248	0,122
TOT_DEBT_TO_TOT_EQY	-0,057	-0,042	0,011	0,025	0,049	-0,019	-0,008	0,002	-0,005	-0,008	-0,002	-0,009	-0,020	0,114	-0,078	0,148	0,099	0,050	-0,009	0,035	-0,022
LT_DEBT_TO_TOT_EQY	-0,064	-0,046	0,003	0,020	0,046	-0,022	-0,013	0,000	-0,006	-0,007	-0,003	-0,007	0,007	0,135	-0,080	0,076	0,032	0,045	-0,009	0,035	-0,022
NET_DEBT	0,346	0,369	-0,181	0,142	0,213	-0,043	0,447	0,521	-0,167	0,278	0,612	-0,305	0,189	0,189	-0,074	0,466	0,509	-0,060	-0,279	-0,039	-0,141
BS_LT_BORROW	0,466	0,490	-0,229	0,293	0,317	0,008	0,473	0,538	-0,163	0,376	0,652	-0,274	0,333	0,331	-0,095	0,532	0,525	-0,035	0,305	0,272	-0,001
BS_ST_BORROW	0,214	0,266	-0,114	0,225	0,245	0,006	0,383	0,397	-0,098	0,168	0,535	-0,315	0,084	0,095	-0,065	0,469	0,504	-0,059	0,304	0,154	0,080
TOT_DEBT_TO_TOT_ASSET	-0,025	-0,036	0,020	0,110	0,130	-0,005	-0,034	0,014	-0,030	-0,004	0,235	-0,205	-0,049	0,069	-0,061	-0,041	0,048	-0,034	-0,059	0,136	-0,133
ASSET_TO_EQY	-0,016	0,037	-0,065	0,035	0,045	-0,010	0,028	0,001	0,022	0,006	0,008	-0,026	0,008	0,211	-0,125	0,266	0,052	0,156	-0,007	0,028	-0,019
BS_GOODWILL										0,206	0,406	-0,193	0,278	0,333	-0,112				0,364	0,206	0,077
GOODWILL_ASSETS_%										-0,026	0,111	-0,096	0,004	0,017	0,007				-0,076	-0,031	-0,036
ENTERPRISE_VALUE	0,527	0,524	-0,178	0,528	0,513	0,060	0,475	0,478	-0,105	0,342	0,587	-0,249	0,287	0,201	-0,027				0,428	0,204	0,126
CF_CASH_FROM_OPER	0,528	0,449	-0,112	0,480	0,479	0,041	0,421	0,389	-0,054	0,346	0,433	-0,125	0,121	0,093	0,011	0,139	0,156	-0,021	0,467	0,252	0,123
IS_EPS	0,035	0,058	-0,069	0,056	0,044	-0,002	0,000	-0,008	0,005	0,044	0,038	-0,056	0,017	0,030	-0,056	0,001	0,009	-0,032	0,000	-0,001	0,004
SUSTAIN_GROWTH_RT	-0,089	0,006	-0,036	-0,001	-0,003	0,004	0,005	0,024	-0,024	0,009	0,042	-0,012	-0,060	-0,040	-0,012	0,039	0,015	0,005	0,024	0,038	0,011
Score forces_Fort	0,633	0,265	0,056	0,563	0,218	0,306	0,603	0,207	0,228	-0,607	-0,210	-0,239	0,741	-0,025	0,301	0,614	0,107	0,292	0,627	0,051	0,333
Score forces_Faible	-0,633	-0,265	-0,056	-0,563	-0,218	-0,306	-0,603	-0,207	-0,228	0,607	0,210	0,239	-0,741	0,025	-0,301	-0,614	-0,107	-0,292	-0,627	-0,051	-0,333
Score faiblesses_Faible	-0,169	-0,621	0,429	0,195	0,653	-0,354	-0,213	-0,716	0,490	-0,162	-0,629	0,413	-0,076	-0,772	0,545	-0,177	-0,725	0,506	0,062	0,753	-0,475
Score faiblesses_Fort	0,169	0,621	-0,429	-0,195	-0,653	0,354	0,213	0,716	-0,490	0,162	0,629	-0,413	0,076	0,772	-0,545	0,177	0,725	-0,506	-0,062	-0,753	0,475
Note RSE Moyennes	-0,140	-0,281	0,387	-0,215	-0,123	0,006	-0,111	-0,141	0,109	-0,117	-0,146	0,142	0,378	-0,463	0,709	0,237	-0,420	0,747	-0,166	-0,068	0,046
Note RSE Forte	0,209	-0,327	0,560	-0,174	0,403	-0,729	-0,163	0,518	-0,790	-0,161	0,468	-0,758	-0,174	-0,123	0,110	-0,131	0,014	-0,056	0,375	-0,405	0,712
Note RSE Faible	-0,009	0,518	-0,792	0,404	-0,273	0,725	0,293	-0,393	0,715	0,311	-0,353	0,678	-0,189	0,582	-0,810	-0,118	0,454	-0,772	-0,203	0,484	-0,772



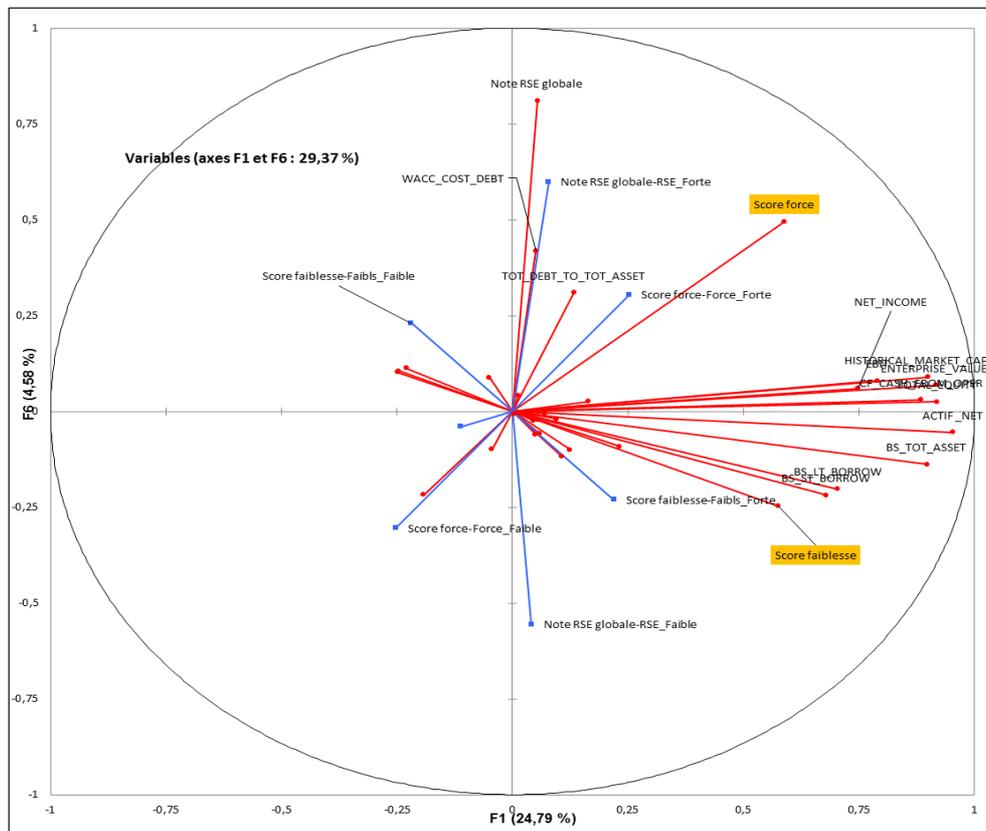
Annexe 10 : ACP axes F1-F5 pour le secteur minier



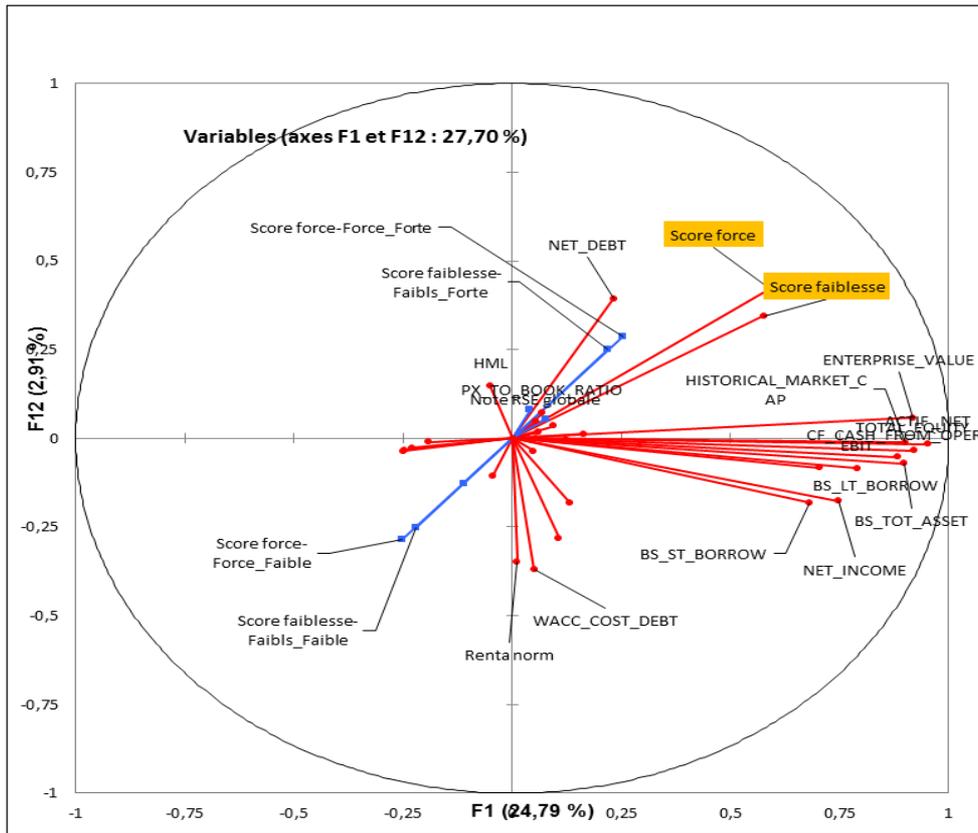
Annexe 11 : ACP axes F1-F2 pour le secteur de la production industrielle



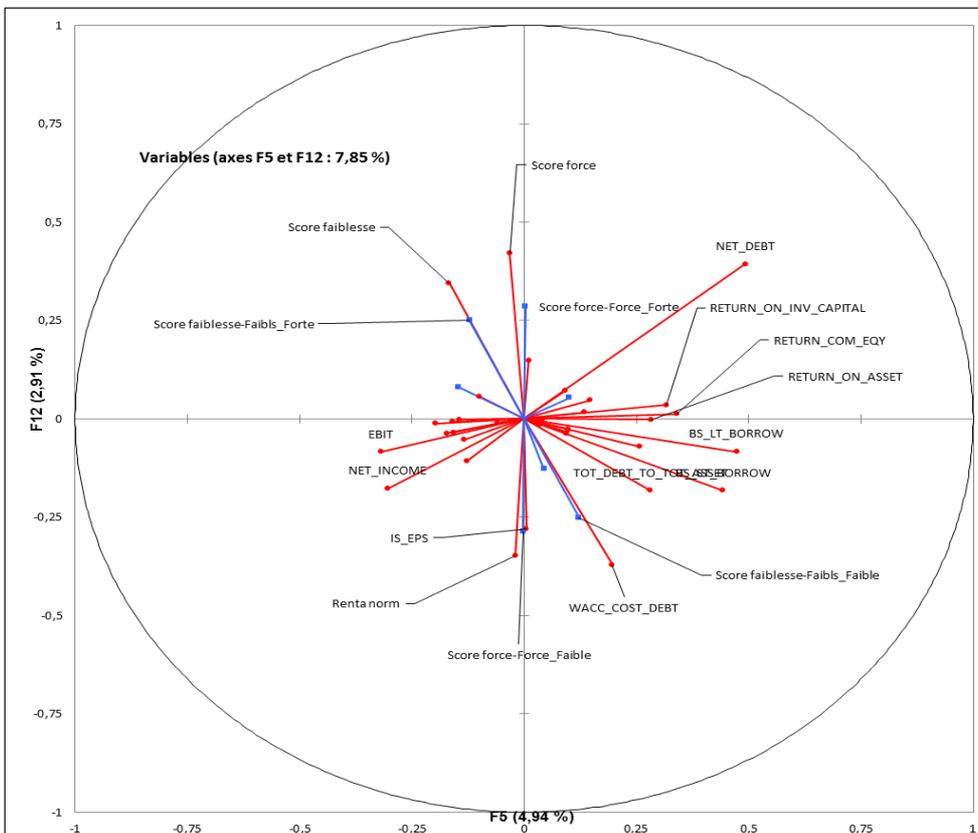
Annexe 12 : ACP axes F1-F6 pour le secteur de la production industrielle



Annexe 13 : ACP axes F1-F12 pour le secteur de la production industrielle

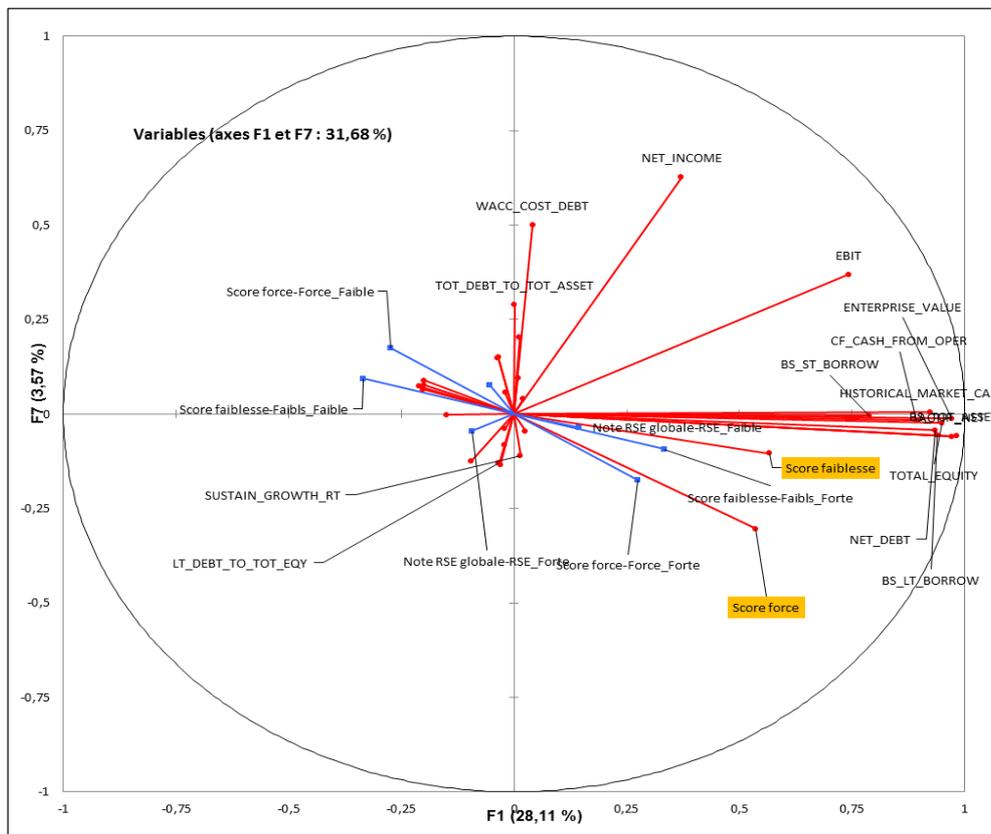


Annexe 14 : ACP axes F5-F12 pour le secteur de la production industrielle

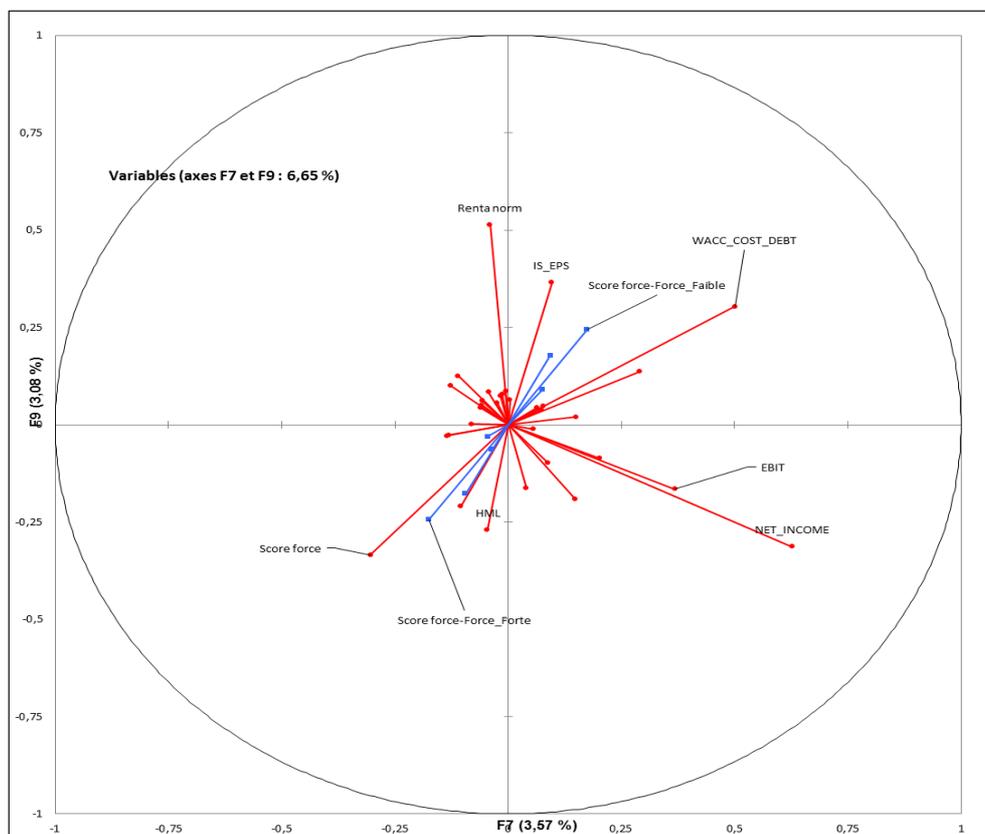




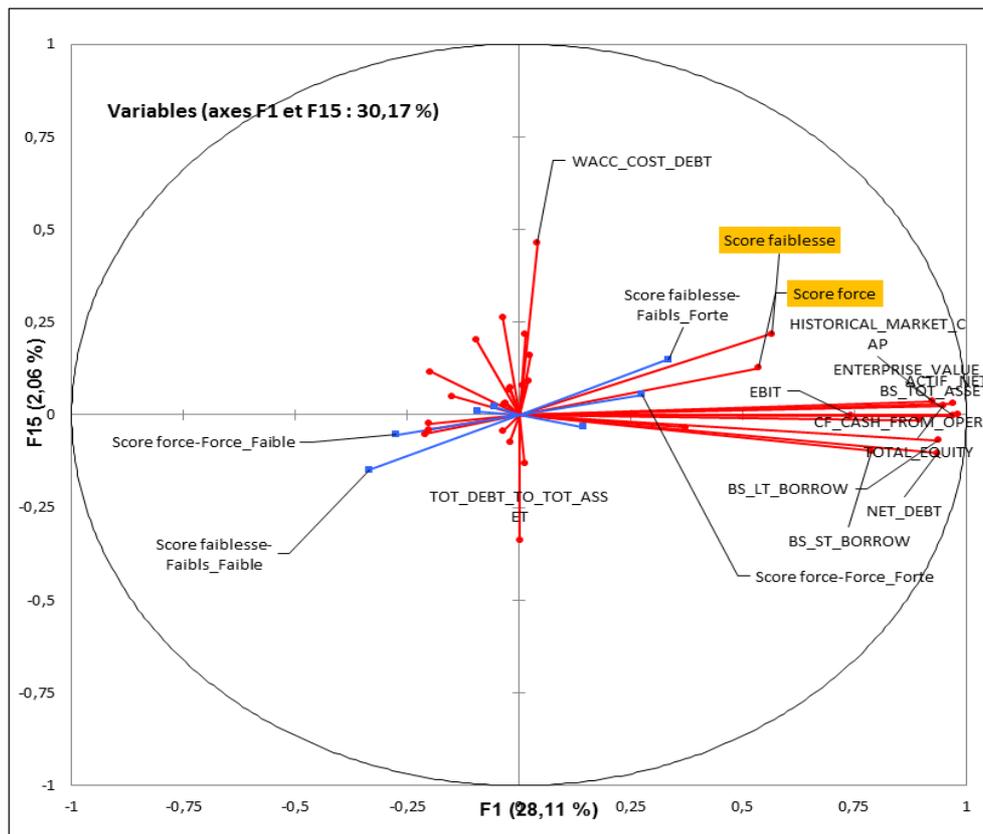
Annexe 17 : ACP axes F1-F7 pour le secteur des « transports communications et fournisseurs d'énergie »



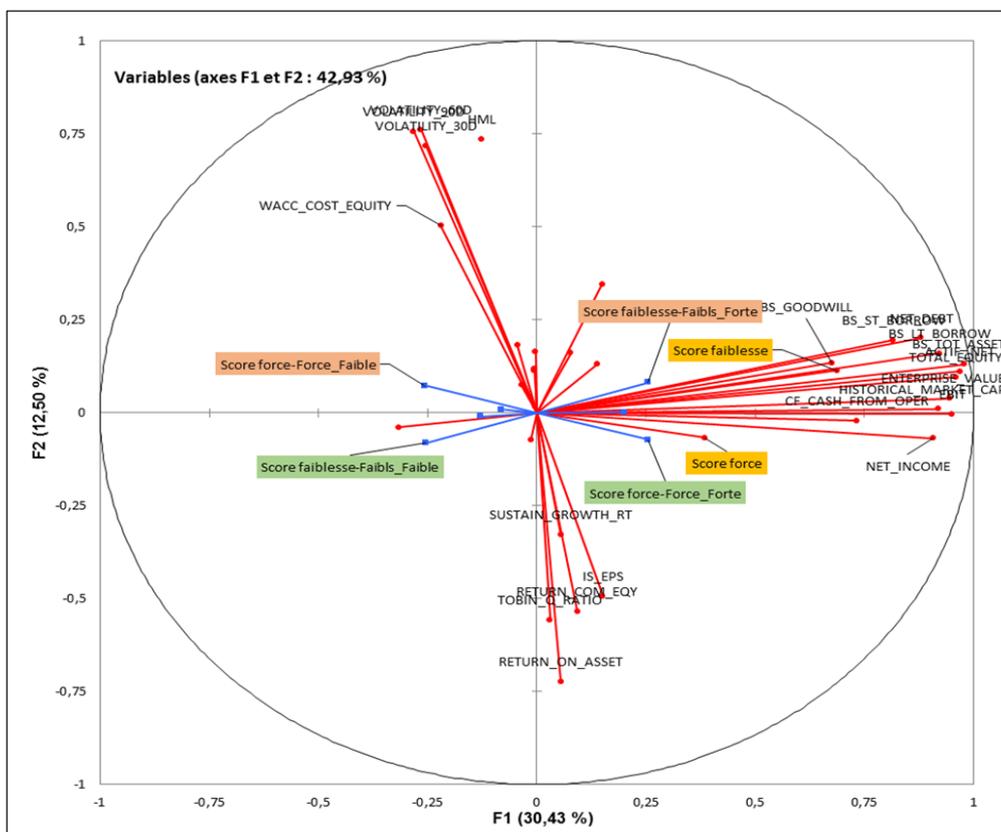
Annexe 18 : ACP axes F7-F9 pour le secteur des « transports communications et fournisseurs d'énergie »



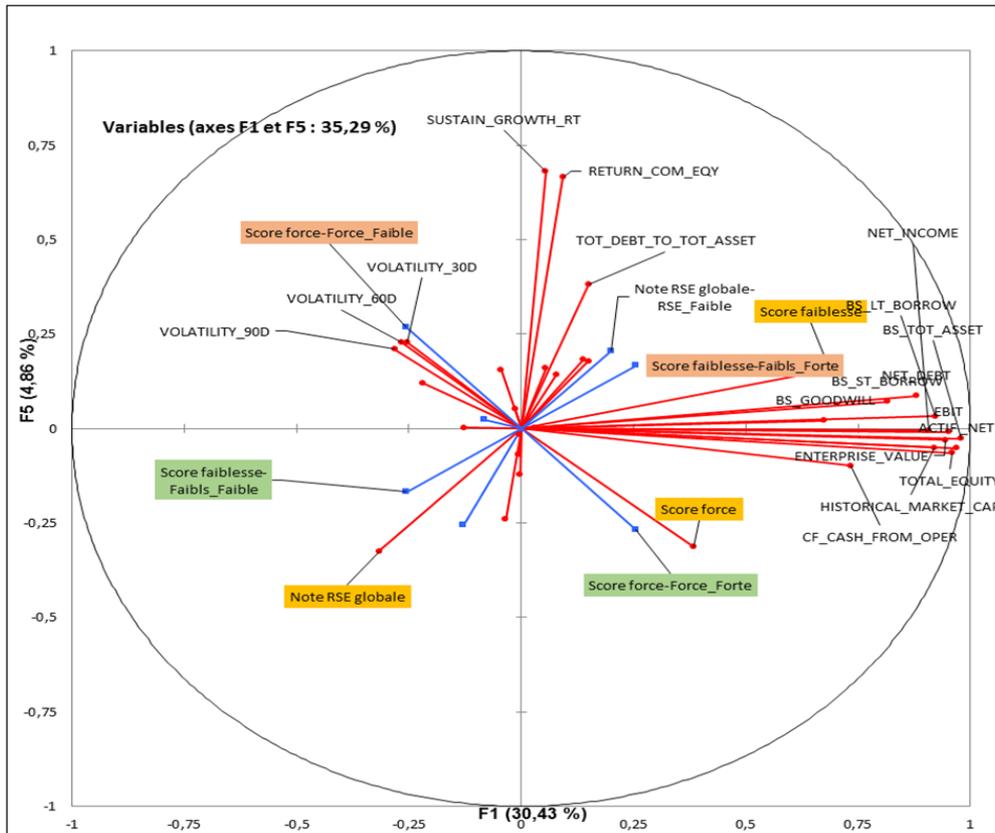
Annexe 19 : ACP axes F1-F15 pour le secteur des « transports communications et fournisseurs d'énergie »



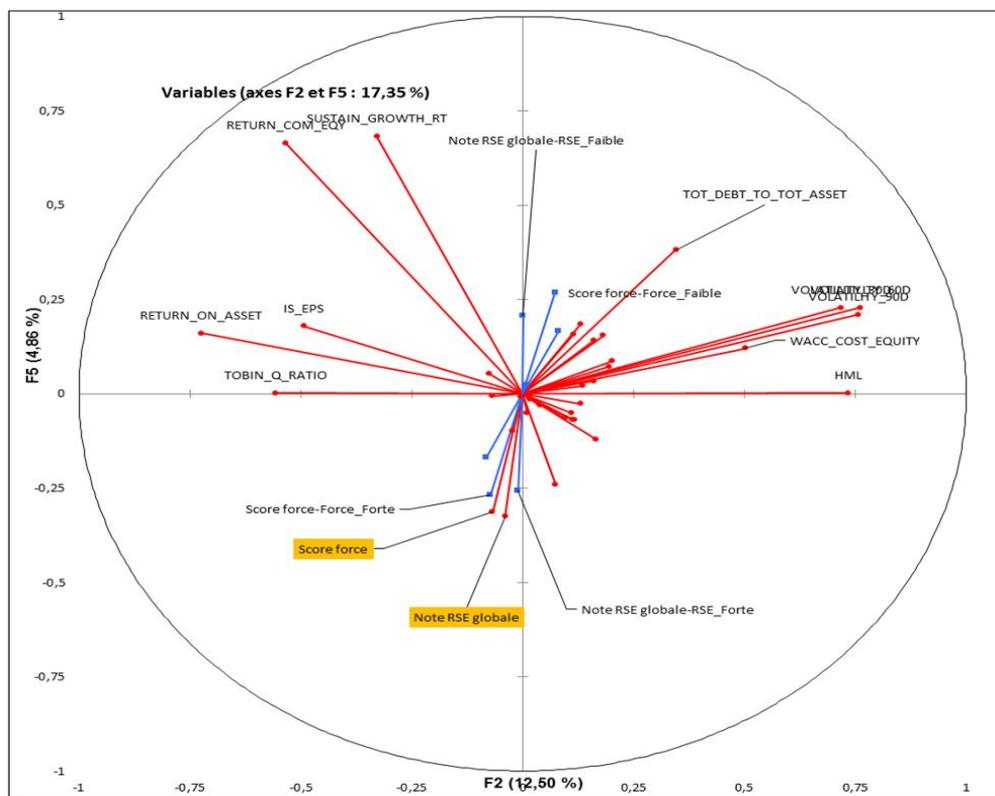
Annexe 20 : ACP axes F1-F2 pour le secteur de la vente au détail



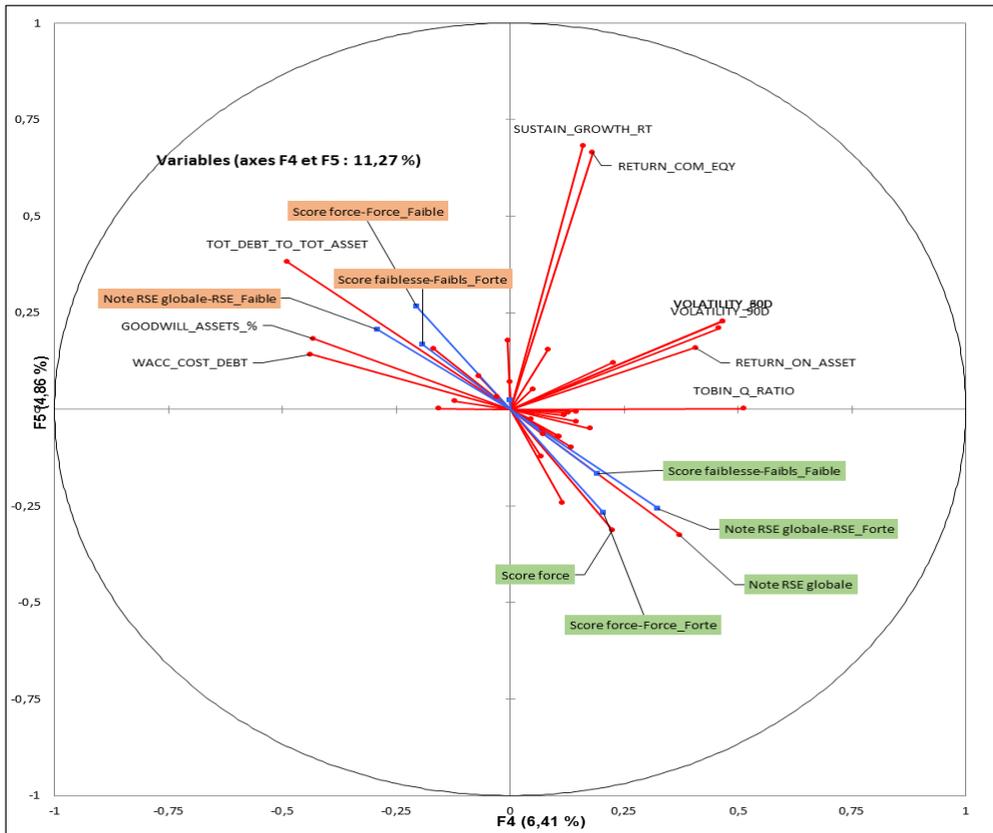
Annexe 21 : ACP axes F1-F5 pour le secteur de la vente au détail



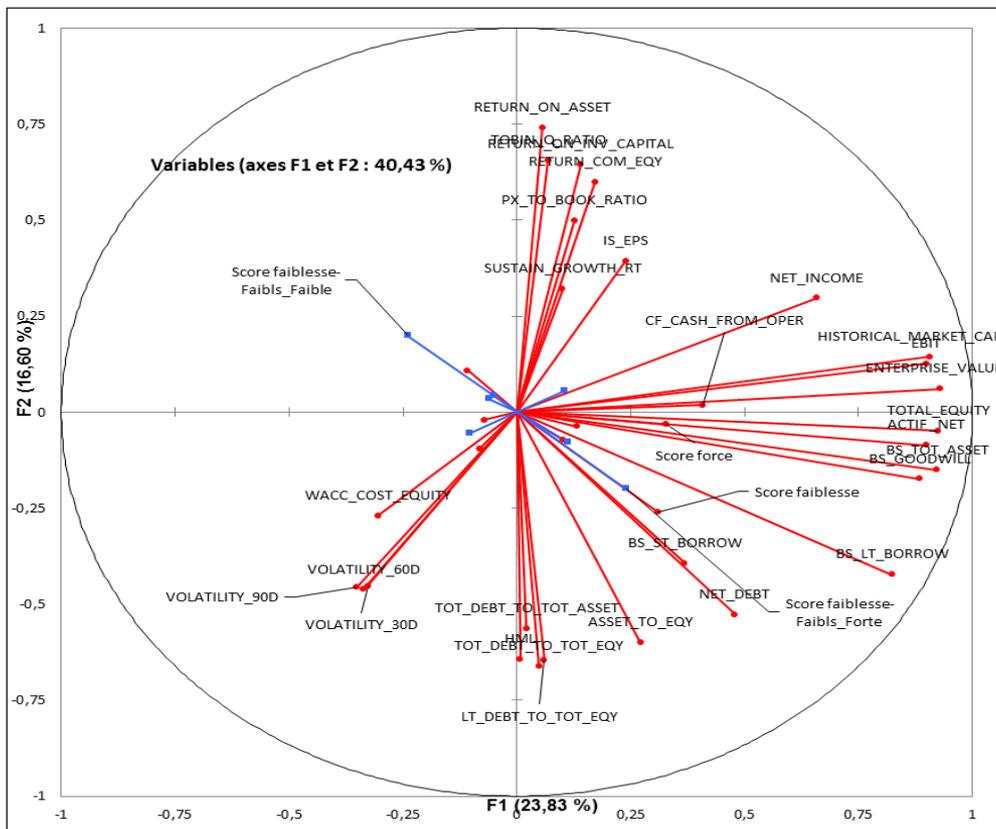
Annexe 22 : ACP axes F2-F5 pour le secteur de la vente au détail



Annexe 23 : ACP axes F4-F5 pour le secteur de la vente au détail

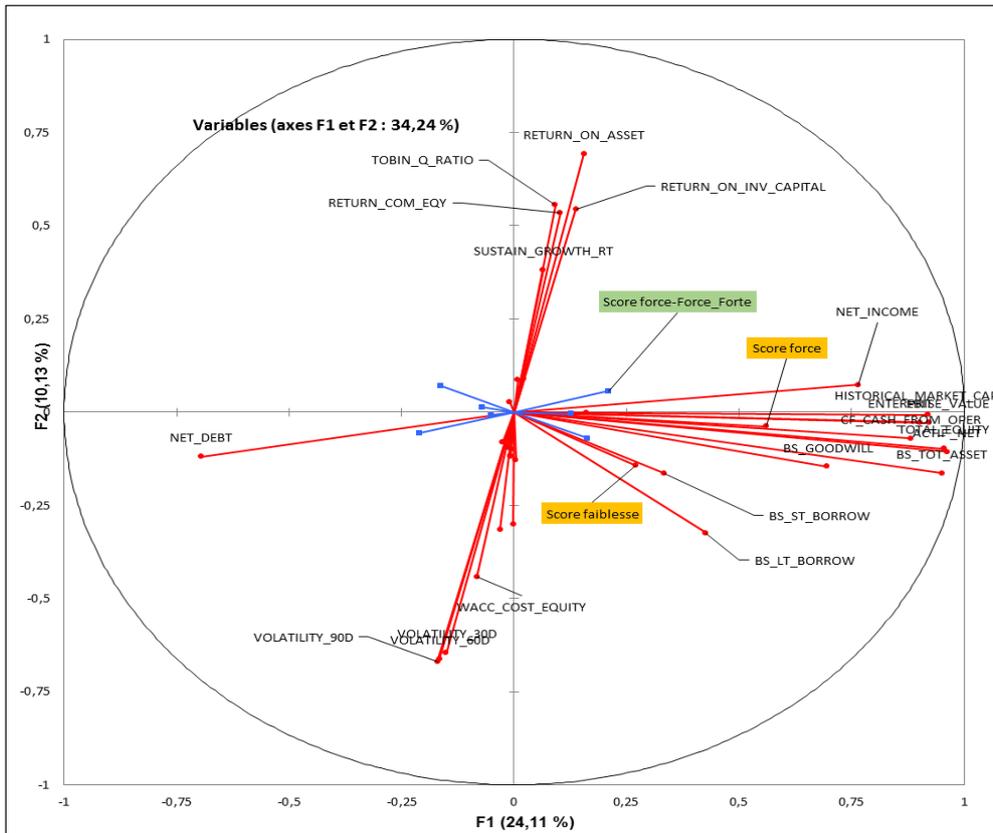


Annexe 24 : ACP axes F1-F2 pour le secteur de la vente en gros

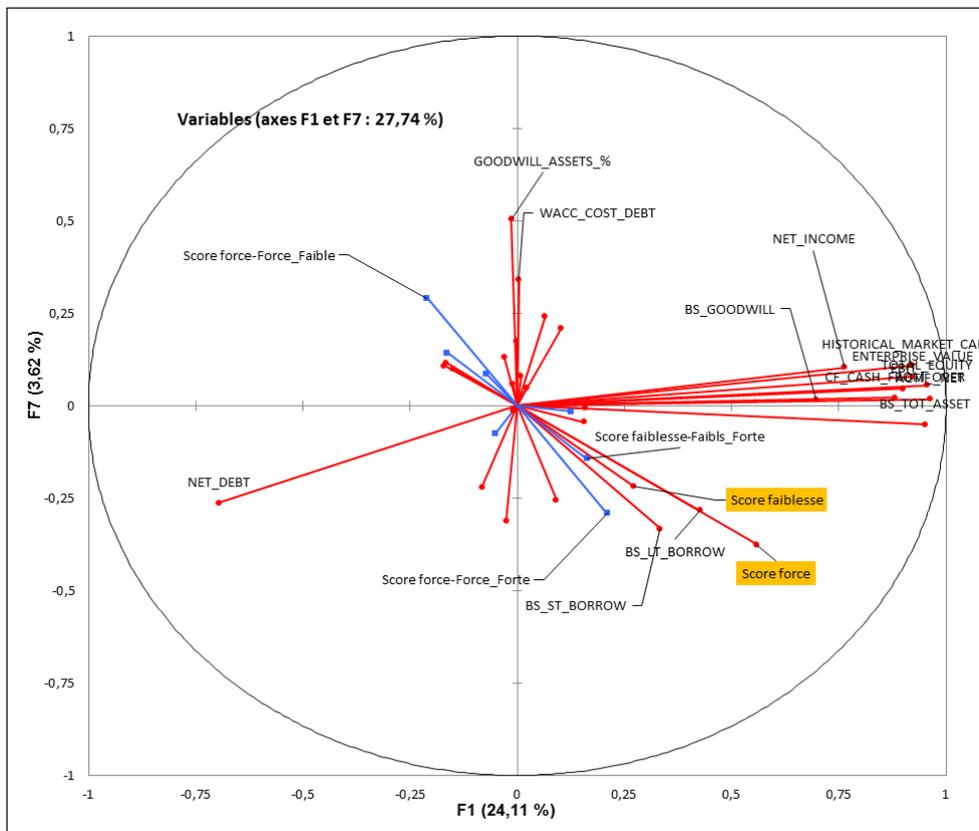




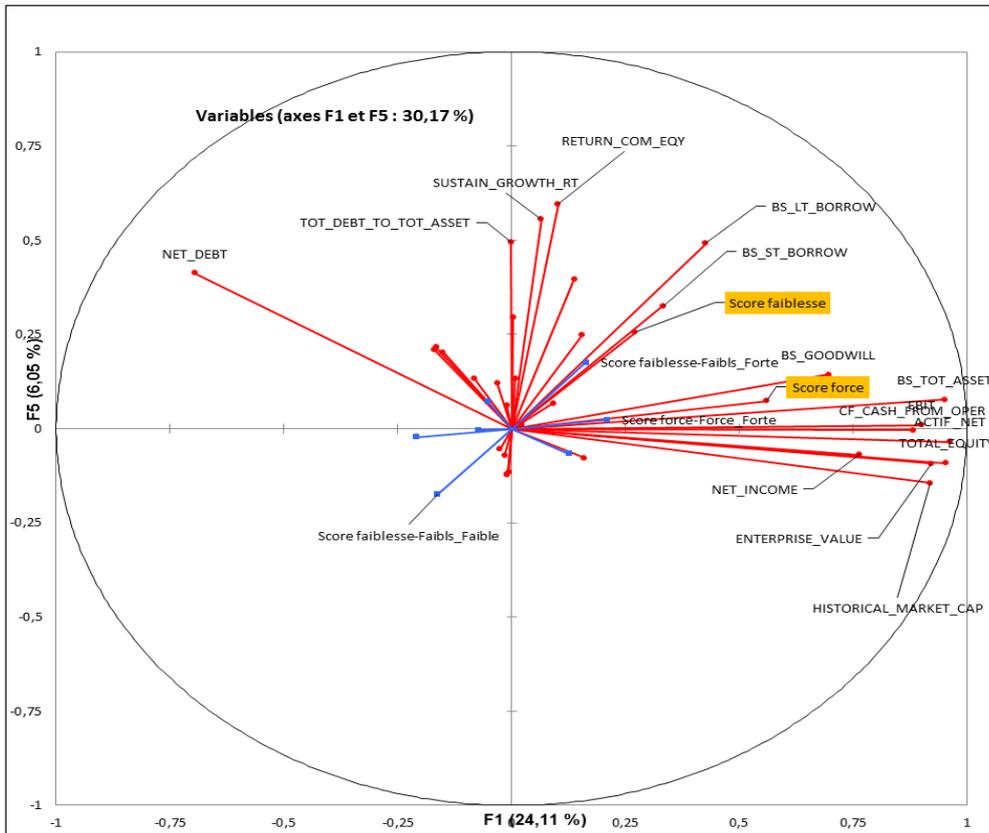
Annexe 27 : ACP axes F1-F2 pour le secteur des services



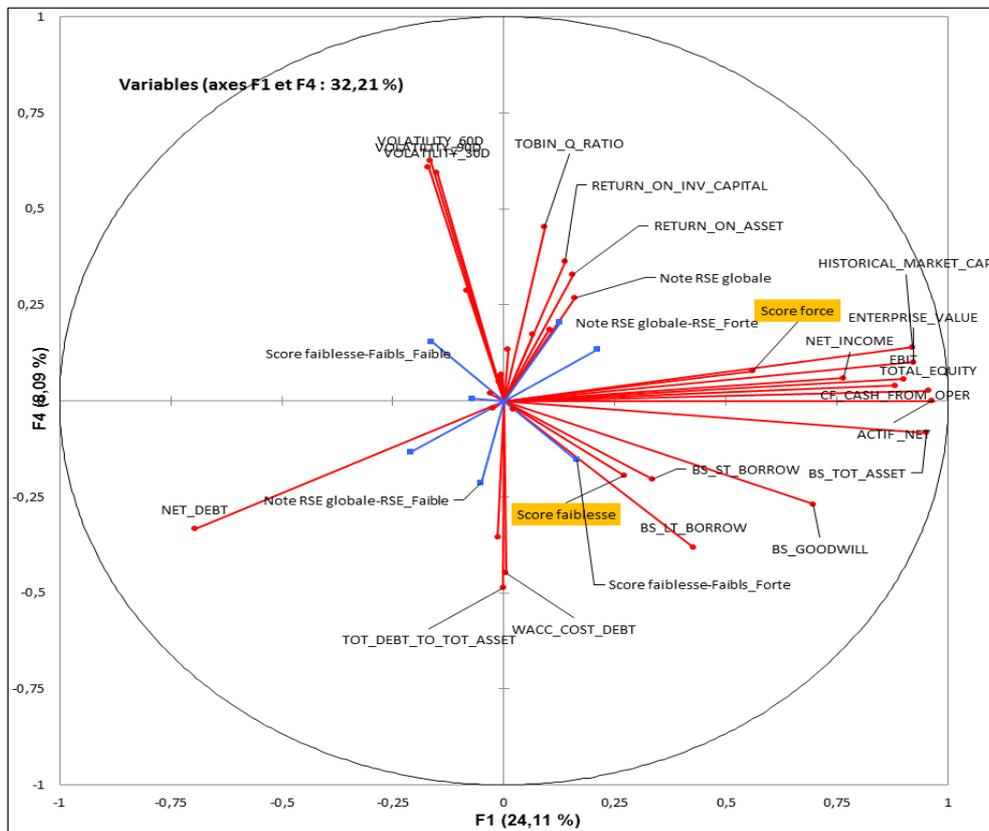
Annexe 28 : ACP axes F1-F7 pour le secteur des services



Annexe 29 : ACP axes F1-F5 pour le secteur des services



Annexe 30 : ACP axes F1-F4 pour le secteur des services



### III. Annexes relatives au chapitre IV :

#### Annexe 31 : Processus d'analyse d'Alceste

##### Etape 1 :

- Lecture du corpus et extraction des formes
- Catégorisation, lemmatisation et comptage des formes
- Constitution du dictionnaire des formes réduites

##### Etape 2 :

- Définition et segmentation des unités textuelles du corpus
- Construction des tableaux de données destinés à la classification
- Première classification descendante hiérarchique
- Deuxième classification descendante hiérarchique

##### Etape 3 :

- Croisement des classifications, définition des classes retenues
- Présences et absences des formes
- Analyse factorielle des correspondances (AFC)

##### Etape 4 :

- Sélection des unités textuelles par classe
- Segments répétés des classes et du corpus
- Classification ascendante hiérarchique du corpus
- Classification ascendante hiérarchique par classe

##### Etape 5 :

- Réseaux de proximité de formes, réseaux
- Cartographie du corpus en unités textuelles, analyse temporelle
- Nuage de mots du corpus et par classe
- Courbes d'accroissement du vocabulaire du corpus par individus
- Classement des individus et des variables
- Création des rapports détaillés et de synthèse

Annexe 32 : Liste des tickers et noms d'entreprises

Ticker US	CompanyName	Ticker US	CompanyName	Ticker US	CompanyName
AA US EQUITY	Alcoa, Inc.	CSCO US EQUITY	Cisco Systems, Inc.	HD US EQUITY	Home Depot, Inc.
AAPL US EQUITY	Apple Inc.	CSX US EQUITY	CSX Corporation	HES US EQUITY	Hess Corporation
ABT US EQUITY	Abbott Laboratories	CTAS US EQUITY	Cintas Corporation	HON US EQUITY	Honeywell International Inc.
ADI US EQUITY	Analog Devices, Inc.	CTB US EQUITY	Cooper Tire and Rubber Company	HP US EQUITY	Helmerich & Payne, Inc.
ADM US EQUITY	Archer-Daniels-Midland Company	CVX US EQUITY	Chevron Corporation	HPQ US EQUITY	Hewlett-Packard Company
ADP US EQUITY	Automatic Data Processing, Inc.	D US EQUITY	Dominion Resources, Inc.	HRB US EQUITY	Block (H&R), Inc.
ADSK US EQUITY	Autodesk, Inc.	DAL US EQUITY	Delta Air Lines, Inc.	HRS US EQUITY	Harris Corporation
AEE US EQUITY	Ameren Corporation	DD US EQUITY	E. I. du Pont de Nemours and Company	HSY US EQUITY	The Hershey Company
AEP US EQUITY	American Electric Power Company, Inc.	DDS US EQUITY	Dillard's, Inc.	HUM US EQUITY	Humana Inc.
AET US EQUITY	Aetna, Inc.	DE US EQUITY	Deere & Company	IBM US EQUITY	International Business Machines Corporation
AIG US EQUITY	American International Group, Inc.	DIS US EQUITY	Walt Disney Company (The)	IBM US EQUITY	International Business Machines Corporation
AMAT US EQUITY	Applied Materials, Inc.	DNB US EQUITY	Dun & Bradstreet Corporation (The)	IFF US EQUITY	International Flavors & Fragrances Inc.
AMGN US EQUITY	Amgen Inc.	DOV US EQUITY	Dover Corporation	INTC US EQUITY	Intel Corporation
APA US EQUITY	Apache Corporation	DOW US EQUITY	Dow Chemical Company	IP US EQUITY	International Paper
APC US EQUITY	Anadarko Petroleum Corporation	DTE US EQUITY	DTE Energy Company	IPG US EQUITY	The Interpublic Group
APD US EQUITY	Air Products & Chemicals, Inc.	ECL US EQUITY	Ecolab Inc.	LOW US EQUITY	Lowe's Companies, Inc.
AVY US EQUITY	Avery Dennison Corporation	ED US EQUITY	Consolidated Edison, Inc.	LUB US EQUITY	Luby's, Inc.
AXP US EQUITY	American Express Company	EMR US EQUITY	Emerson Electric Co.	LUV US EQUITY	Southwest Airlines Co.
BA US EQUITY	Boeing Company	EQT US EQUITY	EQT Corporation	MAS US EQUITY	Masco Corporation
BAC US EQUITY	Bank of America Corporation	ETN US EQUITY	Eaton Corporation	MAT US EQUITY	Mattel, Inc.
BAX US EQUITY	Baxter International Inc.	ETR US EQUITY	Entergy Corporation	MCD US EQUITY	McDonalds Corporation
BCR US EQUITY	Bard (C.R.), Inc.	F US EQUITY	Ford Motor Company	MDT US EQUITY	Medtronic, Inc.
BDX US EQUITY	Becton Dickinson and Company	FAST US EQUITY	Fastenal Company	MEG US EQUITY	Media General, Inc.
BHI US EQUITY	Baker Hughes Inc.	FDX US EQUITY	Fedex Corporation	MMC US EQUITY	Marsh & McLennan
BLL US EQUITY	Ball Corporation	FITB US EQUITY	Fifth Third Bancorp	MMM US EQUITY	3M Company
BMY US EQUITY	Bristol-Myers Squibb Company	FLR US EQUITY	Fluor Corporation	MO US EQUITY	Altria Group, Inc.
C US EQUITY	Citigroup Inc.	FMC US EQUITY	FMC Corporation	MOD US EQUITY	Modine Manufacturing
CA US EQUITY	CA, Inc.	FRX US EQUITY	Forest Laboratories, Inc.	MRK US EQUITY	Merck & Co., Inc.
CAG US EQUITY	ConAgra Foods, Inc.	GD US EQUITY	General Dynamics Corporation	MRO US EQUITY	Marathon Oil Corporation
CAT US EQUITY	Caterpillar Inc.	GE US EQUITY	General Electric Company	MSFT US EQUITY	Microsoft Corporation
CB US EQUITY	Chubb Corporation	GIS US EQUITY	General Mills, Inc.	MSI US EQUITY	Motorola, Inc.
CI US EQUITY	CIGNA Corporation	GLW US EQUITY	Corning Incorporated	MU US EQUITY	Micron Technology, Inc.
CINF US EQUITY	Cincinnati Financial Corporation	GPC US EQUITY	Genuine Parts Co	MYL US EQUITY	Mylan Inc.
CL US EQUITY	Colgate-Palmolive Company	GPS US EQUITY	Gap, Inc. (The)	NAV US EQUITY	Navistar International Corporation
CLX US EQUITY	Clorox Company (The)	GT US EQUITY	Goodyear Tire & Rubber Company	NEE US EQUITY	NextEra Energy, Inc.
CMCSA US EQUITY	Comcast Corporation	GWW US EQUITY	Grainger (W.W.), Inc.	NEM US EQUITY	Newmont Mining
CMI US EQUITY	Cummins Inc.	HAL US EQUITY	Halliburton Company	NKE US EQUITY	NIKE, Inc.
CPB US EQUITY	Campbell Soup Company	HAR US EQUITY	Harman International Industries	NOC US EQUITY	Northrop Grumman
CSC US EQUITY	Computer Sciences Corporation	HAS US EQUITY	Hasbro, Inc.	NSC US EQUITY	Norfolk Southern

Ticker US	CompanyName	Ticker US	CompanyName
NUE US EQUITY	Nucor Corporation	SYY US EQUITY	SYSCO Corporation
NWL US EQUITY	Newell Rubbermaid Inc.	T US EQUITY	AT&T Inc.
OKE US EQUITY	ONEOK Inc.	TAP US EQUITY	Molson Coors Brewing Company
OMC US EQUITY	Omnicom Group Inc.	TEG US EQUITY	Integrays Energy Group, Inc.
ORCL US EQUITY	Oracle Corporation	TGT US EQUITY	Target Corporation
OXY US EQUITY	Occidental Petroleum Corporation	THC US EQUITY	Tenet Healthcare Corporation
PBI US EQUITY	Pitney Bowes Inc.	TJX US EQUITY	TJX Companies, Inc.
PCAR US EQUITY	PACCAR Inc	TLAB US EQUITY	Tellabs, Inc.
PCG US EQUITY	PG&E Corporation	TMK US EQUITY	Torchmark Corporation
PEG US EQUITY	Public Service Enterprise Group Incorporated	TMO US EQUITY	Thermo Fisher Scientific Inc.
PEP US EQUITY	Pepsico, Inc.	TXN US EQUITY	Texas Instruments Incorporated
PFE US EQUITY	Pfizer Inc.	TXT US EQUITY	Textron Inc.
PG US EQUITY	Procter & Gamble Company	UIS US EQUITY	Unisys Corporation
PH US EQUITY	Parker- Hannifin Corporation	UNM US EQUITY	Unum Group
PHM US EQUITY	Pultegroup Inc	UNP US EQUITY	Union Pacific Corporation
PKI US EQUITY	PerkinElmer, Inc.	USB US EQUITY	U.S. Bancorp
PLL US EQUITY	Pall Corporation	UTX US EQUITY	United Technologies Corporation
PNC US EQUITY	PNC Financial Services Group, Inc.	VFC US EQUITY	VF Corporation
POM US EQUITY	Pepco Holdings, Inc.	VZ US EQUITY	Verizon Communications Inc
PPG US EQUITY	PPG Industries, Inc.	WFC US EQUITY	Wells Fargo & Company
PVH US EQUITY	Phillips-Van Heusen	WFM US EQUITY	Whole Foods Market, Inc.
PX US EQUITY	Praxair, Inc.	WHR US EQUITY	Whirlpool Corporation
R US EQUITY	Ryder System, Inc.	WM US EQUITY	Waste Management, Inc.
RAD US EQUITY	Rite Aid Corporation	WMB US EQUITY	The Williams Companies, Inc.
ROK US EQUITY	Rockwell Automation, Inc.	WMT US EQUITY	Wal-Mart Stores, Inc.
RTN US EQUITY	Raytheon Company	WY US EQUITY	Weyerhaeuser Company
SEE US EQUITY	Sealed Air Corporation	XOM US EQUITY	Exxon Mobil Corporation
SHW US EQUITY	Sherwin-Williams Company	XRX US EQUITY	Xerox Corporation
SIAL US EQUITY	Sigma-Aldrich Corporation		
SJM US EQUITY	Smucker (J.M.) Company		
SKY US EQUITY	Skyline Corporation		
SLB US EQUITY	Schlumberger N.V.		
SLM US EQUITY	SLM Corporation		
SNA US EQUITY	Snap-on Incorporated		
SO US EQUITY	Southern Company		
STI US EQUITY	SunTrust Banks, Inc.		
STJ US EQUITY	St. Jude Medical, Inc.		
SWK US EQUITY	Stanley Black & Decker, Inc.		
SYK US EQUITY	Stryker Corporation		

## Table des matières

<b>Résumé .....</b>	<b>4</b>
<b>Introduction.....</b>	<b>9</b>
<b>Chapitre 1 : De l'émergence à la mesure de la RSE en science financière .....</b>	<b>14</b>
<b>I. Du marché à la théorie des parties prenantes .....</b>	<b>15</b>
<b>A. Le marché et ses limites .....</b>	<b>15</b>
1. L'Homo œconomicus et l'efficience des marchés .....	15
2. Les limites du marché .....	20
<b>B. Les transformations sociétales.....</b>	<b>28</b>
1. Les enjeux de la globalisation .....	28
2. La philosophie morale source de responsabilité financière .....	33
<b>C. La place des parties prenantes .....</b>	<b>39</b>
1. Les droits des parties prenantes.....	39
2. De la théorie d'agence à la théorie des parties prenantes .....	44
3. Le spectre de la RSE .....	51
<b>II. La RSE au sein de la science financière .....</b>	<b>58</b>
<b>A. Le <i>mainstream</i> financier .....</b>	<b>58</b>
<b>B. Les théories positives de la RSE.....</b>	<b>61</b>
<b>III. Traitement de la notation responsable en finance .....</b>	<b>67</b>
<b>A. Les approches de la RSE .....</b>	<b>67</b>
1. Univers d'analyse .....	68
2. Les mesures de responsabilité .....	70
3. L'approche KLD .....	80
<b>B. État de l'art de la note responsable.....</b>	<b>89</b>
1. Les données binaires .....	90
2. L'agrégation des forces et faiblesses.....	91
3. Le choix des dimensions .....	95
4. La pondération des dimensions.....	100

5. La distinction des parties prenantes.....	102
C. Implémentation de la note responsable .....	104
<b>IV. Conclusion .....</b>	<b>110</b>
<b>Chapitre 2 : L'impact de la responsabilité sur la performance financière d'un portefeuille .....</b>	<b>112</b>
<b>I. État de l'art .....</b>	<b>114</b>
A. Des résultats antagonistes .....	115
1. La performance responsable créatrice de performance financière.....	115
2. Une performance conditionnée et coûteuse pour l'actionnariat .....	117
B. Synthèse et limites de la recherche.....	119
<b>II. Hypothèses.....</b>	<b>121</b>
A. La RSE, un nouvel ancrage de rationalité.....	122
B. Les effets de la RSE sur la rentabilité d'un portefeuille d'actions.....	125
C. L'importance de la médiatisation .....	128
D. L'impact sectoriel .....	129
<b>III. Méthodologie.....</b>	<b>130</b>
A. Le modèle Fama-French-responsable .....	130
1. Le MEDAF .....	130
2. Le modèle Fama-French-Responsable .....	132
B. Implémentation du modèle .....	136
1. Le calcul des facteurs.....	136
2. Les critères de sectorisation.....	140
<b>IV. Résultats.....</b>	<b>143</b>
A. La RSE, un facteur de rationalité restreint .....	143
1. Le facteur responsable peu corrélé aux critères de rationalité économique.....	144
2. La RSE, un facteur d'ancrage psychologique à très court terme .....	152
B. Les stratégies responsables, un coût pour l'actionnariat .....	161
1. Les caractéristiques du modèle.....	161
2. La performance du portefeuille responsable .....	168
C. Les fortes disparités périodiques .....	174
1. Une performance accrue du modèle entre 2003 et 2012.....	174

2.	L'effet massue de la responsabilité.....	177
<b>D.</b>	<b>La différenciation sectorielle .....</b>	<b>179</b>
1.	L'approche proactive de la RSE non récompensée.....	180
2.	Les effets de l'irresponsabilité conditionnés au secteur.....	184
3.	La synthèse de la responsabilité globale.....	189
<b>V.</b>	<b>Conclusion .....</b>	<b>194</b>

## **Chapitre 3 : Les caractéristiques des firmes responsables et performantes .....197**

### **I. État de l'art .....200**

<b>A.</b>	<b>Les théories des organisations .....</b>	<b>200</b>
1.	La firme néoclassique.....	200
2.	La firme boîte noire.....	204
3.	Les attentes des salariés.....	208
<b>B.</b>	<b>État de l'art financier .....</b>	<b>211</b>
1.	Les traits des firmes responsables.....	211
2.	La performance financière .....	213
3.	Le coût de financement.....	214

### **II. Hypothèses.....215**

<b>A.</b>	<b>L'amélioration de la performance financière.....</b>	<b>215</b>
<b>B.</b>	<b>Les spécificités des entreprises .....</b>	<b>216</b>

### **III. Méthodologie.....217**

<b>A.</b>	<b>L'analyse en composante principale sur des variables .....</b>	<b>217</b>
1.	Principes.....	217
2.	Les critères retenus.....	218
<b>B.</b>	<b>Base de données.....</b>	<b>220</b>
1.	Les observations.....	220
2.	Variables observées .....	221

### **IV. Résultats.....223**

<b>A.</b>	<b>L'effet taille sur la responsabilité .....</b>	<b>226</b>
1.	Une influence croissante de la taille sur la responsabilité.....	226
2.	Entre relation naturelle et opportunisme managérial .....	232

<b>B.</b>	<b>Les actions responsables, conséquence des excès de <i>cash-flows</i></b> .....	<b>233</b>
1.	Un résultat net déterminant.....	233
2.	Les caractéristiques du lien entre niveau de force et rentabilité.....	238
<b>C.</b>	<b>Les actions irresponsables au regard du niveau de revenu et de la rentabilité</b> ....	<b>249</b>
1.	L'irresponsabilité génératrice de résultats mais pas de rentabilité .....	249
2.	Les caractéristiques influentes du lien .....	251
<b>D.</b>	<b>Les effets de la responsabilité sur le risque et sur le coût d'endettement</b> .....	<b>254</b>
1.	La relation indirecte entre volatilité et niveau de responsabilité.....	254
2.	Un coût moyen pondéré de la dette limité par les approches responsables.....	256
<b>E.</b>	<b>L'analyse multicritère par secteur</b> .....	<b>257</b>
1.	L'incidence du score de force relativement aux secteurs.....	259
2.	L'incidence du score de faiblesse relativement aux secteurs .....	265
<b>V.</b>	<b>Conclusion</b> .....	<b>272</b>
<b>Chapitre 4 : L'analyse du discours responsable</b> .....		<b>274</b>
<b>I.</b>	<b>État de l'art</b> .....	<b>276</b>
<b>A.</b>	<b>La GRI, définition et enjeux</b> .....	<b>276</b>
1.	L'émergence du rapport de responsabilité .....	276
2.	Constitution de la GRI .....	278
3.	Les enjeux de La GRI .....	280
<b>B.</b>	<b>Le discours et ses enjeux</b> .....	<b>282</b>
1.	La construction du discours .....	282
2.	Le mythe du discours responsable .....	284
<b>C.</b>	<b>Les paradoxes de la GRI</b> .....	<b>286</b>
1.	La rhétorique du discours responsable .....	286
2.	L'occultation des paradoxes .....	287
<b>II.</b>	<b>Hypothèses</b> .....	<b>289</b>
<b>III.</b>	<b>Méthodologie</b> .....	<b>290</b>
<b>IV.</b>	<b>Résultats</b> .....	<b>293</b>
<b>A.</b>	<b>Le discours du dirigeant</b> .....	<b>294</b>
1.	Le discours stratégique, promoteur de performance globale .....	295
2.	Le discours philanthropique comme manœuvre d'enracinement .....	297
3.	Le discours d'apparence, révélateur de nombreuses faiblesses .....	299

4.	Le discours technique, éloigné de l'approche responsable globale .....	300
<b>B.</b>	<b>Le rapport responsable .....</b>	<b>303</b>
1.	Le discours compensateur .....	303
2.	Le discours technique, une approche réglementaire.....	305
3.	Le discours technique proactif, vecteur d'une réelle éthique.....	307
4.	Un discours de gouvernance distant des prérogatives de la responsabilité globale ..	308
<b>C.</b>	<b>L'analyse par secteur.....</b>	<b>310</b>
1.	Le secteur minier .....	310
2.	Le secteur de la production industrielle.....	313
3.	Le secteur de la vente au détail .....	316
4.	Le secteur financier.....	318
5.	Le secteur des services .....	320
<b>V.</b>	<b>Conclusion .....</b>	<b>325</b>
	<b>Conclusion générale.....</b>	<b>326</b>
	<b>Bibliographie .....</b>	<b>330</b>
	<b>Tables .....</b>	<b>344</b>
<b>I.</b>	<b>Table des tableaux .....</b>	<b>344</b>
<b>II.</b>	<b>Table des graphiques.....</b>	<b>347</b>
<b>III.</b>	<b>Table des équations .....</b>	<b>349</b>
<b>IV.</b>	<b>Table des annexes .....</b>	<b>350</b>
	<b>Liste des abréviations, sigles et acronymes .....</b>	<b>352</b>
	<b>Annexes.....</b>	<b>354</b>
<b>I.</b>	<b>Annexes relatives au chapitre II.....</b>	<b>354</b>
<b>II.</b>	<b>Annexes relative au chapitre III : .....</b>	<b>362</b>
<b>III.</b>	<b>Annexes relatives au chapitre IV :.....</b>	<b>379</b>