

UNIVERSITÉ DU QUÉBEC À MONTRÉAL

RELATION ENTRE LA PERFORMANCE FINANCIÈRE ET LA PERFORMANCE
SOCIALE / ENVIRONNEMENTALE : UNE ANALYSE CRITIQUE

THÈSE
PRÉSENTÉE
COMME EXIGENCE PARTIELLE
DU DOCTORAT EN ADMINISTRATION

PAR
HAJER TEBINI

JANVIER 2013

UNIVERSITÉ DU QUÉBEC À MONTRÉAL
Service des bibliothèques

Avertissement

La diffusion de cette thèse se fait dans le respect des droits de son auteur, qui a signé le formulaire *Autorisation de reproduire et de diffuser un travail de recherche de cycles supérieurs* (SDU-522 – Rév.01-2006). Cette autorisation stipule que «conformément à l'article 11 du Règlement no 8 des études de cycles supérieurs, [l'auteur] concède à l'Université du Québec à Montréal une licence non exclusive d'utilisation et de publication de la totalité ou d'une partie importante de [son] travail de recherche pour des fins pédagogiques et non commerciales. Plus précisément, [l'auteur] autorise l'Université du Québec à Montréal à reproduire, diffuser, prêter, distribuer ou vendre des copies de [son] travail de recherche à des fins non commerciales sur quelque support que ce soit, y compris l'Internet. Cette licence et cette autorisation n'entraînent pas une renonciation de [la] part [de l'auteur] à [ses] droits moraux ni à [ses] droits de propriété intellectuelle. Sauf entente contraire, [l'auteur] conserve la liberté de diffuser et de commercialiser ou non ce travail dont [il] possède un exemplaire.»

À la mémoire de mon père

En reconnaissance du dévouement de ma mère

REMERCIEMENTS

Ce projet de thèse n'aurait pu être mené à terme sans la précieuse aide et le soutien de plusieurs personnes que je tiens à remercier chaleureusement. Par ces quelques mots, je désire reconnaître les nombreuses personnes qui ont contribué de près ou de loin à la réalisation de cette thèse. J'aimerais tout d'abord remercier ma directrice, Madame Bouchra M'Zali, pour son encadrement, ses conseils judicieux, son encouragement et son amitié. Merci de m'avoir prise par la main avec tant de bienveillance et d'encouragement. Merci de m'avoir appris à rédiger un article et à persévérer, et de m'avoir aidée à développer mon autonomie. J'espère avoir été à la hauteur de votre rigueur et de vos espérances. Cette recherche n'aurait pu être menée à terme sans votre soutien sur tous les plans. Au-delà du plan professionnel, j'ai développé avec vous une relation précieuse à mes yeux qui durera, je l'espère, très longtemps. Que ces mots soient la preuve de ma reconnaissance à votre égard.

Je tiens également à exprimer ma gratitude à ma co-directrice, Madame Blanca Perez, pour son appui et son soutien tout au long de ce parcours. Sa générosité, sa disponibilité et ses encouragements m'ont aidée à traverser cette rude épreuve. Merci d'avoir cru en moi et d'avoir accepté de partager cette expérience avec moi.

Mes remerciements vont aussi aux membres de mon comité de thèse, pour avoir accepté de participer au jury. Merci à Messieurs Alain Coen, Emmanuel Raufflet et Pascal Lang d'avoir accepté de participer à la co-lecture et à l'évaluation de ma thèse. Vos judicieux commentaires et suggestions permettront d'améliorer la qualité de ce travail de recherche.

Je suis très reconnaissante à la direction du programme doctoral, en particulier à Madame Lise Préfontaine et à Monsieur Komlan Sedzro, ainsi qu'à Mesdames Marie Hélène Trépanier et Julie Beaulieu pour leur support et leur soutien administratif tout au long de ce parcours.

Je tiens à exprimer toute ma gratitude et mon admiration à ma mère, qui m'a toujours permis de mener à bien tous mes projets. Merci à toi, Fatouma, femme exceptionnelle et

modèle de persévérance, de ténacité et de grande générosité. Mes pensées vont jusqu'à toi pour te témoigner toute l'importance que tu revêts à mes yeux, la place unique que tu occupes dans ma vie, en ta qualité de mère. Je suis très reconnaissante de tout ce que, jusqu'ici, tu as accompli avec amour et dévouement pour nous, tes enfants. Aujourd'hui, je rends hommage à tes belles qualités de cœur, d'esprit et de femme. Je suis fière d'avoir une mère comme toi! J'adresse également toute ma reconnaissance et mes remerciements à mon frère unique, Mohmed-Ali. Malgré la distance, tu as toujours su m'encourager, me soutenir et me remonter le moral dans les moments les plus difficiles. Merci pour ta grande générosité, ton intention et ton grand cœur. J'espère que tu seras fier de ta petite sœur.

Je tiens à exprimer toute ma reconnaissance et mes sincères remerciements à mon mari. Tu as rendu ce parcours tellement plus intéressant et amusant. Merci pour tous les plaisirs quotidiens, ta patience, ton soutien indéfectible, ta générosité et tes encouragements. Merci d'être un compagnon de vie exceptionnel, un père engagé et j'espère, le futur papa de mes enfants. Merci Mohsen. Malik, merci pour ta patience. Cette thèse m'a enlevé de nombreuses heures de plaisir avec toi. Aujourd'hui, c'est à ton tour de prendre le relais et je serai toujours là pour toi. Emna, au moment où je finissais cette thèse, tu étais déjà dans mon ventre. Tu m'as permis, durant les derniers mois, de travailler avec ménagement et sérénité. Quel bonheur !!! Déjà bien avant que tu aies pointé le nez, tu nous avais invité à mieux concilier travail et famille.

Un grand merci s'adresse également à toutes les personnes que j'ai rencontrées tout au long de ce parcours, particulièrement mes amis. Merci à mes amies Fatma et Lilia, modèles et réconforts, qui m'ont accompagnée durant ce parcours et qui m'ont témoigné leur immense affection. Merci pour votre présence et votre sincérité qui nous ont permis de partager interrogations, doutes, joies et plaisirs. Votre compréhension et votre affection m'ont aidée à traverser les moments difficiles et m'ont permis de partager les moments exaltants. Merci à Soumaya, Zeineb, Imen, Saida, Khadija, Wided et Kais d'avoir été là pour moi et d'avoir égayé mes longues années de doctorat. Merci pour les moments de joie, de complicité et de folies passés avec vous. Vous êtes tous ma grande récompense.

TABLE DES MATIÈRES

LISTE DES TABLEAUX.....	viii
LISTE DES FIGURES.....	ix
LISTE DES ABRÉVIATIONS, SIGLES ET ACRONYMES.....	x
RÉSUMÉ.....	xii
INTRODUCTION GÉNÉRALE.....	1
0.1. La responsabilité sociale des entreprises : concept évolutif.....	2
0.1.1. Période de 1950-1970.....	2
0.1.2. Période de 1980-1999.....	3
0.1.3. Période de 2000 à aujourd'hui.....	5
0.2. Relation entre la performance sociale et la performance financière : lien ambivalent.....	7
RÉFÉRENCES.....	15
CHAPITRE I	
ARTICLE 1.....	24
RELATION ENTRE LA PERFORMANCE SOCIALE ET LA PERFORMANCE FINANCIÈRE : ANALYSE DES FACTEURS DE DIVERGENCE.....	26
Résumé:.....	26
1.1. Introduction.....	27
1.2. La relation entre la performance sociale et la performance financière.....	31
1.3. Hypothèses de recherche.....	44
1.4. Méthodologie de recherche.....	46
1.4.1. Description des données et de l'échantillon.....	47
1.4.2. Approche méthodologique.....	50
1.4.3. Mesures.....	51
1.4.3.1. Variables dépendantes.....	51
1.4.3.2. Variables indépendantes.....	52
1.4.3.3. Variables de contrôle.....	53
1.4.4. Spécification des modèles.....	53
1.5. Résultats.....	55
1.5.1. L'impact de la PS sur la PF dépend de la période d'étude.....	58
1.5.2. L'impact de la PS sur la PF dépend de la mesure de la PS.....	62

1.5.3. L'impact de la PS sur la PF dépend de la mesure de la PF.....	63
1.5.4. L'impact de la PS sur la PF dépend de l'échantillon retenu	64
1.5.5. L'impact de la PS sur la PF dépend du modèle utilisé	66
ANNEXE A	
SYNTHÈSE DES ÉTUDES EMPIRIQUES PORTANT SUR LA RELATION ENTRE LA PS ET LA PF.....	73
RÉFÉRENCES.....	77
CHAPITRE II	
ARTICLE 2.....	90
LES FACTEURS SOUS-JACENTS À L'IMPACT DE LA PERFORMANCE SOCIALE SUR LA PERFORMANCE FINANCIÈRE.....	92
Résumé:.....	92
2.1. Introduction.....	93
2.2. Relation entre la performance sociale et la performance financière : fondements théoriques et investigations empiriques.....	98
2.2.1. Fondements théoriques de la relation entre la PS et la PF	99
2.2.2. Investigations empiriques	103
2.3. Hypothèses de recherche	112
2.4. Description des données et échantillon	116
2.5. Méthodologie de recherche	118
2.5.1. Variable dépendante, variables indépendantes et variables de contrôle	118
2.5.1.1. Variable dépendante : Performance financière.....	118
2.5.1.2. Variables indépendantes: Performance sociale	118
2.5.1.3. Variables de contrôle.....	120
2.5.2. Analyse multivariée.....	123
2.6. Résultats empiriques	128
2.6.1. Statistiques descriptives.....	128
2.6.2. L'impact de la PS sur la PF n'est pas monotone	131
2.6.3. L'importance des variables modératrices	136
2.6.4. L'impact de la PS sur la PF varie dans le temps.....	141
2.7. Conclusion et discussion	149
RÉFÉRENCES.....	156
ANNEXE A	
DESCRIPTION DES DIFFÉRENTES DIMENSIONS DE KLD	173

CHAPITRE III	
ARTICLE 3.....	176
L'EXAMEN DE LA RELATION ENTRE LA PERFORMANCE ENVIRONNEMENTALE ET LA PERFORMANCE FINANCIÈRE.....	178
Résumé.....	178
3.1. Introduction.....	179
3.2. Fondements théoriques.....	184
3.3. Travaux empiriques.....	186
3.4. Hypothèses de recherche.....	195
3.5. Méthodologie de recherche.....	198
3.5.1. Base de données et échantillon.....	198
3.5.2. Variables dépendantes, indépendantes et de contrôle.....	199
3.5.2.1. Variables dépendantes.....	199
3.5.2.2. Variables indépendantes.....	199
3.5.2.3. Variables de contrôle.....	200
3.5.2.4. Variables interactives.....	202
3.5.3. Spécification du modèle.....	202
3.6. Résultats empiriques.....	206
3.6.1. Statistiques descriptives.....	206
3.6.2. Analyse des résultats.....	209
3.6.2.1. Modèle statique.....	209
3.6.2.2. Modèle dynamique.....	212
3.7. Conclusion et discussion.....	217
RÉFÉRENCES.....	221
ANNEXE A	
DESCRIPTIONS DES INDICATEURS DE LA DIMENSION ENVIRONNEMENT DE KLD.....	235
CONCLUSION.....	237
RÉFÉRENCES.....	248

LISTE DES TABLEAUX

Tableau	Page
1.1 Statistiques descriptives pour l'année 1991.....	56
1.2 Matrice de corrélations pour l'année 1991	57
1.3 Coefficient de la PS de la régression en coupe transversale du modèle (1) (Échantillon non cylindré).....	60
1.4 Coefficient de la PS de la régression en coupe transversale du modèle (1) pour différents échantillons	65
1.5 Coefficient de la PS de la régression en coupe transversale du modèle (2) (Échantillon non cylindré).....	68
2.1 Définition des variables et des mesures.....	122
2.2 Résumé des statistiques descriptives	128
2.3 Matrice de corrélations.....	130
2.4 Analyse de la régression <i>Pooled</i> des modèles (1) et (2) sur toute la période 1991-2007.....	132
2.5 Analyse de la régression <i>Pooled</i> des modèles (3), (4) et (5) sur toute la période de 1991-2007.....	134
2.6 Analyse de la régression <i>Pooled</i> du modèle (2) à travers le temps	143
2.7 Analyse de la régression <i>Pooled</i> du modèle (3) à travers le temps	144
2.8 Analyse de la régression <i>Pooled</i> du modèle (4) à travers le temps	146
3.1 Résumé des statistiques descriptives	207
3.2 Matrice de corrélations.....	208
3.3 Résultats de l'analyse de l'estimation de la régression <i>Pooled</i> en utilisant la mesure agrégée de la PE.....	211
3.4 Résultats de l'analyse de l'estimation de la régression <i>Pooled</i> en utilisant les mesures désagrégées de la PE.....	216

LISTE DES FIGURES

Figure	Page
0.1 Vue globale de la thèse et de ses composantes.....	14

LISTE DES ABRÉVIATIONS, SIGLES ET ACRONYMES

AEP	Agence de Protection de l'Environnement
CAPEX	Capital Expenditure
CEP	Council on Economic Priorities
CUSIP	Committee on Uniform Security Identification Procedures
DSI 400	Indice Domini Social Index 400
EIRIS	Ethical Investment Research Service
ESG	Environmental, Social and Corporate Governance
FSC	Forest Stewardship Council
ISO 14000	International Standards Organization related to environmental management
ISO 14001	Norme de certification environnementale internationale
ISO 26000	International Standards Organization related to corporate social responsibility
ISR	Investissement Socialement Responsable
KLD	Kinder, Lydenberg and Domini Social Index
MEDAF	Modèle d'Évaluation Des Actifs Financiers
MCO	Moindres Carrés Ordinaires
MVA	Market Value Added
NEPT	National Environmental Performance Track
NRE	Nouvelles Régulations Économiques
ONG	Organisation Non Gouvernementale
PE	Performance Environnementale
PF	Performance Financière

PIB	Produit Intérieur Brut
PRI	Principles for Responsible Investment
PS	Performance Sociale
R&D	Recherche et Développement
TRI	Toxics Release Inventory

RÉSUMÉ

Pour un nombre croissant d'épargnants, il ne convient plus d'investir dans les entreprises qui ne respectent pas leurs employés, l'environnement, les droits de l'homme ou les minorités visibles, ou qui adoptent des comportements qui ne sont pas compatibles avec leurs valeurs. Pour l'ensemble de ces raisons, l'investissement socialement responsable (ISR) a connu une croissance fulgurante durant les dernières années. Pour répondre aux besoins de ces investisseurs, des organisations qui certifient ou évaluent la performance sociale des entreprises ont vu le jour partout dans le monde. Plus encore, certains pays ont même adopté des lois pour baliser les externalités des firmes et les Nations Unies, par le biais des principes régissant l'ISR, ont catalysé et renforcé cette tendance. Toutefois, l'argument incontournable de la croissance de l'ISR est la preuve irréfutable qu'investir dans les entreprises socialement responsables est aussi rentable et risqué qu'investir de manière traditionnelle.

Malheureusement, jusqu'à maintenant, les diverses recherches n'ont pas réussi à trouver des résultats concluants et convergents. Les trois principales explications avancées pour expliquer cette divergence sont : la diversité des choix méthodologiques, la complexité de la relation et son caractère dynamique. D'un côté, examiner les liens de dépendance entre certains facteurs méthodologiques et la relation entre la performance sociale (PS) ou environnementale (PE) et la performance financière (PF), et d'un autre côté, étudier ce lien dans un cadre conceptuel non contraint linéairement et à travers le temps, revêt donc toute sa légitimité.

Cette thèse composée de trois articles consiste principalement à examiner les divers aspects de la relation entre la PS ou la PE et la PF. En utilisant la PS (PE) des entreprises américaines, mesurée par KLD sur la période de 1991 à 2007, nous avons pu tester empiriquement trois problématiques de recherche visant à contribuer à l'avancement des connaissances autour de la relation entre la PS (PE) et la PF.

L'objectif du premier article consiste à examiner les différents facteurs expliquant la divergence des résultats quant à la relation entre la performance sociale (PS) et la performance financière (PF). Pour ce faire, nous conduisons une recherche expérimentale afin d'apprécier l'impact des aspects d'ordre méthodologique sur la nature de la relation. Ces facteurs méthodologiques ont trait à la période d'étude retenue, au choix des mesures de PS et de PF, à l'échantillon et à la formulation linéaire. À partir d'un protocole expérimental basé sur la réplique de l'étude de Waddock et Graves (1997), nous testons tour à tour l'effet de chacun de ces facteurs de divergence ainsi que leurs effets conjoints. Nos résultats montrent que la relation varie selon la période retenue, la mesure de PS et de PF, l'échantillon ainsi que leurs effets conjoints et montrent que finalement, cette relation n'est pas forcément linéaire, telle que supposée dans la littérature pertinente. Nos conclusions permettent ainsi de confirmer que la nature de la relation est contingente aux choix méthodologiques et que ces derniers expliquent effectivement la disparité des résultats dans les études antérieures.

L'objectif du deuxième article est d'examiner les facteurs sous-jacents à l'impact financier de la performance sociale (PS). Plus précisément, nous analysons la relation dans un cadre non linéaire et moins restrictif qu'une forme concave ou convexe; cadre qui permet d'apprécier l'impact financier à différents niveaux de la PS. Nous testons également, dans une perspective contingente, l'effet de certains facteurs spécifiques à l'entreprise qui modèrent la relation entre la PS et la PF, à savoir la taille, le risque et les dépenses en investissement. Enfin, et pour tenir compte de la dimension temporelle de la relation, nous examinons la stabilité de la relation à travers le temps. Les résultats obtenus permettent de valider une relation en paliers entre la PS et la PF. En effet, l'impact financier est positif pour les entreprises ayant une bonne PS, il est négatif pour les entreprises dont la PS est faible et il est neutre pour les entreprises ayant des niveaux intermédiaires de PS. De plus, cet impact est encore plus marqué pour les entreprises de petite taille, à risque élevé et ayant un niveau élevé de dépenses en investissement. Enfin, l'estimation de la relation à différentes sous-périodes nous a permis de montrer qu'elle n'est pas stable à travers le temps. En effet, l'impact de la PS sur la PF est plus important durant les périodes récentes (i.e. 2001-2007) que durant les précédentes (i.e. 1991-2000). Il semble que l'intensification de la prise de conscience de la RSE et de l'ISR s'est traduite par une relation plus forte traduisant l'importance croissante des critères ESG dans l'environnement financier des entreprises.

Le troisième article se concentre sur un enjeu majeur de la PS, soit l'environnement. Enjeu émergent des années 80 et central durant les décennies suivantes, l'environnement est la dimension de la PS la plus défendue par les investisseurs et les activistes américains. L'objectif du dernier papier est d'examiner la dynamique de long terme de la relation entre la performance environnementale (PE) et la performance financière (PF). Plus précisément et pour mieux capturer cet aspect dynamique, nous introduisons des variables retardées de la PE (i.e. 1, 2 et 3 ans). En fonction de la mesure de la PE, deux types d'analyses ont été conduites. La première examine l'impact sur la PF de la mesure agrégée de la PE, qui combine les forces (*strengths*) et les faiblesses (*concerns*) environnementales. Les résultats montrent que l'impact courant de la PE sur la PF est négatif. Toutefois, l'estimation de l'effet dynamique de la PE sur la PF révèle que la relation est positive et persistante sur trois ans. De plus, cet effet est marqué de façon plus importante pour les entreprises de grande taille ayant un faible niveau de risque et de dépenses en investissement. La deuxième analyse examine l'impact financier respectif des forces et des faiblesses prises séparément. Les résultats montrent que l'effet contemporain des forces et des faiblesses est négatif sur la PF. L'analyse dynamique montre plutôt un effet négatif persistant du score des faiblesses sur la PF. Cet effet est plus important pour les entreprises les moins risquées et les moins innovantes. L'effet du score des forces sur la PF, quant à lui, est neutre durant les deux premières années. Il devient positif seulement lors de la dernière année. Par ailleurs, cet impact positif est marqué davantage pour les entreprises innovantes.

Mots clés : Performance sociale, performance financière, performance environnementale, facteurs de divergences, non-linéarité, non-uniformité, dynamique.

Keywords : Social performance, financial performance, environmental performance, divergence factors, non linearity, non uniformity, dynamic.

INTRODUCTION GÉNÉRALE

Quand on brosse un portrait du concept de la responsabilité sociale de l'entreprise (RSE) depuis son émergence jusqu'à aujourd'hui, on ne peut que constater une ascension remarquable et un intérêt généralisé autant de la part de la société civile, des gouvernements et des entreprises que des organisations internationales. Certes, la RSE est un phénomène qui ne fait pas l'unanimité, mais elle occupe tout de même une place grandissante dans le milieu des affaires. En effet, depuis le lancement des principes pour l'investissement responsable (PRI) sous l'égide des Nations Unies en 2006, le nombre de signataires ne cesse d'augmenter. En 2010, les PRI ont enregistré 209 nouvelles adhésions, amenant ainsi le nombre de signataires à 900 et le volume total d'actifs gérés à plus de 30 billions de dollars¹.

Depuis plus d'une trentaine d'années, la RSE fait l'objet de centaines d'articles scientifiques dans plusieurs disciplines. Un courant important de ces recherches questionne la rentabilité qui peut être associée à un comportement socialement responsable. Malgré l'abondance des recherches qui ont étudié la relation entre la performance sociale (PS) et la performance financière (PF), le débat est loin d'être clos. À ce jour, les conclusions de ces écrits sont mitigées, ce qui laisse encore la place aux questionnements et qui légitime l'intérêt de continuer l'étude de cette relation.

La présente thèse s'inscrit dans le prolongement de cette littérature et examine la relation entre la PS et la PF. Nous visons plus particulièrement, dans le premier article, à analyser et à évaluer la sensibilité de la relation aux choix méthodologiques adoptés. Le deuxième article examine les facteurs sous-jacents à l'impact financier de la PS. Ces facteurs ont trait aux caractéristiques spécifiques de l'entreprise et au facteur temps. Enfin, le dernier article se concentre sur l'analyse de l'impact de la performance environnementale (PE), dimension majeure de la PS sur la PF, et ce, dans une perspective dynamique de long terme.

¹ Source : <http://www.unpri.org/press/2011%20RoP%20press%20release.pdf>

L'objectif de cette thèse est d'identifier et d'apprécier les facteurs sources de divergence dans la littérature autour de la question de l'impact financier de la PS et/ou de la PE. En fait, la complexité de cette relation et son caractère dynamique nous invitent à un examen approfondi des divers aspects de ce lien afin d'améliorer la compréhension des facteurs qui favorisent la portée financière de la PS/PE.

Ce chapitre introductif se présente comme suit : dans la première partie, nous exposerons une lecture historique de la RSE. Dans la deuxième partie, un bref tour d'horizon de la littérature portant sur la relation entre la PS et la PF sera présenté. Nous positionnerons continuellement notre travail de recherche par rapport à cette littérature et présenterons notre cadre d'analyse ainsi que nos principales hypothèses de recherche.

0.1. La responsabilité sociale des entreprises : concept évolutif

Avant d'aborder ces questionnements, nous avons jugé nécessaire de faire un survol du concept de la RSE, concept clé de la présente recherche. En optant pour une approche historique pour présenter la construction de la connaissance autour du concept de la RSE, nous visons à mettre en exergue l'évolution de ce construit. En effet, les multiples conceptualisations et tentatives d'opérationnalisation de la RSE reflètent sa complexité et nous incitent à reconnaître son caractère dynamique.

0.1.1. Période de 1950-1970

Les premiers fondements théoriques de la notion de responsabilité sociale remontent à 1953, avec Bowen. Considéré comme le fondateur de la RSE, Bowen (1953), dans son ouvrage intitulé *The social responsibilities of the businessman*, préconise une démarche basée sur un engagement social volontaire de la part des hommes d'affaires, engagement qui va au-delà des objectifs économiques et des obligations légales. Plusieurs auteurs ont partagé cette vision normative de la RSE (Davis, 1960; Backman, 1975; Jones, 1980). Bien qu'elle n'ait pas été pas en contradiction avec la création de la valeur, cette vision a été la cible de critiques de la part de certains universitaires libéraux. Par exemple, Friedman (1962, 1970)

affirme que la responsabilité de l'entreprise est limitée à la maximisation des profits des actionnaires.

Cette période a été caractérisée par une vague de réglementations qui a concerné principalement les droits de l'homme, l'égalité et la sécurité au travail. En parallèle, une attention particulière a été portée à la protection de l'environnement qui s'est traduite par la création de l'Agence de Protection de l'Environnement (APE) en 1970 et de l'ONG Greenpeace en 1971. Face à l'accroissement des demandes de la société, l'entreprise a été amenée à jouer un rôle plus important en tant qu'agent dans la société. On attend de l'entreprise qu'elle apporte des réponses et des solutions pour faire face à la complexité de ce nouvel environnement. Cette période s'est traduite par l'émergence de nouvelles règles de conduite, de nouveaux outils et de nouvelles pratiques telles que l'audit social. Dès lors, on a assisté à la cristallisation d'un autre visage de la RSE, à savoir le *Corporate Social Responsiveness* qui se réfère à la capacité de l'entreprise de répondre aux pressions sociales.

0.1.2. Période de 1980-1999

Cette période correspond à la promotion d'un modèle économique fondé sur la libre concurrence et la limitation de l'intervention de l'État qui renforce ainsi la vague des privatisations. Il y a également eu un accroissement de l'importance des marchés financiers et un développement des fonds d'investissement traditionnels. C'est dans ce contexte qu'a émergé le concept de performance sociale (Carroll, 1979; Wartick et Cochran, 1985; Wood, 1991). La notion de la PS, telle qu'elle est définie par Carroll (1979), intègre 3 dimensions de la responsabilité sociale, à savoir les principes de la RSE, les processus de sensibilité sociale et les résultats observables. C'est dans cette logique fondée sur le processus que Carroll (1979) définit la RSE comme suit : « la responsabilité sociale de l'entreprise englobe les attentes économiques, légales, éthiques et discrétionnaires que la société a des organisations à un moment donné »². L'approche de Carroll (1979) permet ainsi de concilier une analyse économique et une analyse sociale sans pour autant les opposer. Selon une approche fondée sur les résultats, Clarkson (1995) redéfinit la PS comme la capacité de gérer et de satisfaire

² Traduction libre de Carroll (1979).

principalement les différentes parties prenantes de l'entreprise. Cette définition renvoie à la théorie des parties prenantes qui a enrichi le débat autour du développement du concept de la RSE (Freeman, 1984; Donaldson et Preston, 1995; Mitchell et *al.*, 1997; Andriof et *al.*, 2002; 2003). La satisfaction des attentes des diverses parties prenantes permet de renforcer l'image et la réputation de l'entreprise (améliorer le moral des employés, fidéliser les clients et améliorer la relation avec les banques, les investisseurs et le gouvernement) et par conséquent, permet d'améliorer, après une certaine période, sa PF et son risque financier (Freeman, 1984; McGuire et *al.*, 1988). Avec la théorie des parties prenantes et ses différentes extensions, on tend de plus en plus vers une justification plutôt utilitariste du comportement social de l'entreprise. Cette approche utilitariste vient renforcer et alimenter les nombreux travaux autour de la question de la relation entre PS et PF. Par ailleurs, Vogel (2005) souligne que l'examen de la relation entre la PS et la PF est une caractéristique du nouveau monde de la RSE. Il affirme que l'ancien style de la RSE des années 60-70 était plutôt motivé par des considérations sociales. La tendance observée dans l'évolution des théories reflète, selon Lee (2008), un resserrement des liens entre le concept de la RSE et les objectifs financiers. Dans le même sens, Carroll (2010) qualifie cette évolution d'un passage d'une orientation éthique vers une orientation centrée sur la performance où les effets de la RSE sur la PF sont analysés de plus près.

À partir des années 80, on a assisté à un processus d'institutionnalisation de la RSE suite au développement des pratiques sociales et à l'explosion qu'a connue la littérature à ce propos. La RSE est devenue un champ d'étude à part entière, voire même un domaine d'études pluridisciplinaires. Les pratiques socialement responsables ont pris de la place, et ce, autant dans les discours des entreprises que dans leur politique de gestion. C'est dans ce sens que la théorie néo-institutionnelle s'approprie la RSE et enrichit le débat autour de ce concept. Cette théorie postule que l'entreprise doit se conformer aux règles et aux exigences sociales et culturelles qui régissent son environnement afin d'obtenir une certaine légitimité (DiMaggio et Powell, 1991; Meyer et Rowan, 1977). Dans ce contexte, la RSE est appréhendée comme une réponse aux pressions institutionnelles (ONG, État, normes, médias, consommateurs, syndicats, investisseurs et agences de notation). L'entreprise qui opère dans ce nouvel environnement est amenée à s'adapter, et ce, quelle que soit sa motivation.

0.1.3. Période de 2000 à aujourd'hui

L'éclatement de la bulle spéculative, les scandales financiers (Enron, 2001; WorldCom, 2002; Dexia, 2011) et les problèmes climatiques (Plate-forme de BP, 2010; Centrale de Fukushima, 2011; plate-forme de Total, 2012) ont marqué le début du siècle et ont catalysé un regain d'intérêt pour la RSE. En ce sens, les pratiques de responsabilité sociale deviennent une question incontournable dans le monde des affaires. D'ailleurs, en 2008, l'hebdomadaire *The Economist*, dans une édition spéciale sur la RSE, avançait qu'on ne doit plus se demander s'il doit y avoir ou non une RSE mais plutôt se questionner sur la façon dont on doit la faire³. La montée en puissance de l'investissement socialement responsable traduit les nouvelles demandes et exigences de la part des actionnaires, particulièrement des investisseurs institutionnels, et témoigne également de la nouvelle perception de la RSE comme moyen de création de la valeur. Cette tendance s'est renforcée par l'adoption de certaines lois (NRE en 2001 en France; Core Bill, 2002 au Royaume Uni), principes (PRI en 2006), et normes et certifications (ISO14000, SA8000; ISO26000).

Plusieurs modèles théoriques et travaux empiriques soutiennent cette vision et affirment que l'amélioration de la PS permet une meilleure utilisation des ressources, un accroissement de la productivité et de nouvelles opportunités de marché (Freeman, 1984; Waddock et Graves, 1997; Simpson et Kohers, 2002; Tsoutsoura, 2004; Margolis et *al.*, 2007; Maron, 2006; Pelosa, 2009; Wang et Choi, 2010). Afin de permettre des espaces de création de valeur partagée par l'entreprise et sa société, Porter et Kramer (2006) optent pour une véritable intégration de la RSE dans la stratégie même de l'entreprise. Dans ce contexte où la RSE est devenue une préoccupation majeure affichée par les entreprises et ses dirigeants, plusieurs procédures de certifications relatives à certains domaines de la RSE telles qu'ISO14000 et SA8000 ainsi que des normes telles que ISO26000 ont vu le jour. Cette

³"The theological question--should there be CSR?- is so irrelevant today," says John Ruggie of Harvard University's Kennedy School of Government. "Companies are doing it. It's one of the social pressures they've absorbed." Mr Ruggie and others claim that the real question about corporate responsibility today is "not whether but how". "Three years ago a special report in *The Economist* acknowledged, with regret, that the CSR movement had won the battle of ideas. In the survey by the Economist Intelligence Unit for this report, only 4% of respondents thought that CSR was "a waste of time and money". Clearly CSR has arrived. Mr Ruggie and others claim that the real question about corporate responsibility today is "not whether but how". But the debate has not entirely vanished, and it is worth pausing to consider some of the arguments of those who question the whole point of it". *The Economist* "The Next Question"; vol. 386, issue 8563, 19-01-2008.

nouvelle réalité d'adhésion a également été facilitée par le développement des agences de notation telles que MSCI ESG aux États-Unis, Jantzi au Canada, Vigeo en France et EIRIS en Angleterre. Ces agences conduisent des audits des performances des entreprises en matière de RSE. Les indicateurs fournis régulièrement par ces agences représentent une large source d'information pour les différents agents intéressés par ce type d'investissement. Sur le plan académique, ce type d'information a permis d'enrichir la littérature autour du concept de la RSE.

Cette remarquable ascension qui a caractérisé le concept de la RSE amène Acquier et Aggeri (2006) à parler d'une industrie de la RSE. Par ailleurs, cette mise en perspective de l'évolution de ce concept montre qu'il n'y a pas de consensus sur une définition de la RSE. Mc Williams et Siegel (2001) définissent la RSE comme un ensemble d'actions qui permettent d'améliorer le bien-être commun au-delà des intérêts de l'entreprise et d'un simple respect de la loi. En adoptant cette même définition, Mc Williams et *al.* (2006) considèrent que la RSE constitue une forme d'investissement stratégique. Alors que selon Campbell (2007), la responsabilité de l'entreprise doit aller au-delà de son rôle économique pour intégrer les préoccupations sociales et les pressions institutionnelles. En outre, l'auteur qualifie le comportement de l'entreprise de responsable si celle-ci opère dans un cadre qui ne nuit pas à ses parties prenantes directes, ou du moins, si elle répare les éventuels dommages qu'elle a générés. À l'inverse, dans sa forme la plus pure, le RSE constitue, selon Reinhard et *al.* (2008), un choix délibéré de l'entreprise pour l'intérêt de la collectivité, et ce, même en sacrifiant des profits.

La littérature sur le concept de la RSE présentée précédemment illustre démontre le développement et l'évolution de ce construit. Cette évolution tant sur le plan de la conceptualisation de la RSE qu'au niveau des pratiques traduit le développement et l'évolution, voire le changement des préoccupations autour de ce sujet. Pasquero (2005) montre que ce concept évolutif s'est constitué par sédimentation; chaque période a amené ses propres exigences tout en s'appuyant sur les acquis des développements précédents. Les diverses approches et les fondements théoriques avancés démontrent également la complexité et la multidimensionnalité de ce concept. L'historique de la pensée sur la RSE nous montre qu'il y a absence de consensus, et ce, tant sur le plan de la définition que sur le plan de

l'opérationnalisation de ce concept. La lecture de l'évolution du concept de la RSE marque le passage d'un fondement normatif à une justification plutôt utilitariste de la pratique sociale. Sur le terrain, on assiste aux développements de nouvelles pratiques sociales, notamment l'investissement socialement responsable avec ses différentes formes. L'élaboration de nouvelles règles, particulièrement par la mise au point de codes de conduite, de normes, de certifications et de *labels*, vient façonner le portrait de la pratique sociale actuelle. L'intervention des organismes internationaux tels que les Nations Unies, qui apportent une certaine légitimité au concept, vient confirmer la place grandissante qu'occupe la RSE non seulement dans le monde des affaires, mais également dans les débats sociopolitiques nationaux et internationaux. Dans ce contexte, la question de savoir dans quelle mesure l'adoption d'un comportement socialement responsable affecte la PF devient incontournable et déterminante pour l'avenir des entreprises et pour l'avenir du concept même de la RSE.

0.2. Relation entre la performance sociale et la performance financière : lien ambivalent

La question de l'impact financier de la responsabilité sociale demeure encore aujourd'hui l'un des thèmes les plus traités dans la littérature sur la RSE. Les nombreuses études sur les liens entre la PS et la PF n'aboutissent, pour l'instant, à aucun consensus. Les résultats de ces études varient énormément et vont de la confirmation d'un lien positif (Waddock et Graves, 1997; Simpson et Kohers, 2002; Margolis et Walsh, 2003; Hull et Rothenberg, 2008; Surroca et *al.*, 2010; Wang et Choi, 2010; Andersen et Dejoy, 2011; Poddi et Vergalli, 2012) à la mise en avant d'un lien négatif (Aupperle et *al.*, 1985; Wright et Ferris, 1997; Ogden et Watson, 1999; Knoll, 2002; Brammer et *al.*, 2006; Lee et *al.*, 2009; Garcia-Castro et *al.*, 2010) en passant par des études soulignant l'absence de causalité (Chen et Metcalf, 1980; Kurtz et DiBartolomeo, 1996; McWilliams et Siegel, 2000; Seifert et *al.*, 2004; Renneboog et *al.*, 2008; Choi et *al.*, 2010). Plusieurs explications ont été avancées pour justifier ces divergences marquées. Tout d'abord, les mesures de PS et de PF varient d'une étude à l'autre, limitant ainsi la pertinence des comparaisons avancées. De plus, ces analyses se basent sur de petits échantillons, couvrent des périodes différentes avec un horizon temporel trop court et ne permettent pas de contrôler les biais en termes de risque, de taille, de secteur d'activité et de recherche et développement. De surcroît, l'utilisation d'approches linéaires

pour appréhender la relation ne permet pas de tenir compte de la complexité de la relation. Ces facteurs de divergence ont été avancés sans pour autant avoir fait l'objet de validations empiriques permettant d'apprécier leurs impacts sur les conclusions obtenues.

En somme, le bilan mitigé de cette multitude de recherches sur la question de l'impact financier de la PS soulève plusieurs questionnements. Cette disparité marquée des résultats des études empiriques empêche l'accumulation des connaissances et la formation d'un corpus autour de la question. Les recherches qui n'arrêtent de croître ajoutent plus de questions qu'elles n'apportent de réponses. L'objectif principal du premier papier est d'analyser et de discuter les contradictions caractérisant la littérature empirique sur la thématique. Nous visons, à travers cette étude exploratoire, à illustrer et démontrer l'impact réel du choix de chaque composante méthodologique inéluctable à toute recherche empirique sur la nature de la relation entre la PS et la PF. Même si l'objectif principal du premier papier est explicatif, il n'en demeure pas moins largement exploratoire. En effet, en répliquant l'étude la plus citée, celle de Waddock et Graves (1997) et ayant obtenu les mêmes conclusions quant au signe et la significativité du lien entre la PS et la PF, nous avons testé chacun des facteurs de divergence identifiés dans la littérature en relâchant tour à tour certaines contraintes sur : (1) la période d'étude retenue, (2) le choix de la mesure de la PS, (3) le choix de la mesure de la PF, (4) l'échantillon utilisé et (5) le choix de la méthodologie. Les résultats de cette réplique, qui va s'étendre sur une période plus large avec des mesures alternatives de PS et de PF, un échantillon plus grand et une méthode d'analyse différente, permettent de mieux comprendre dans quelle mesure les résultats obtenus s'y retrouvent et sont donc généralisables. À notre connaissance, aucune étude n'a permis d'apprécier l'effet de chacun des principaux facteurs de divergence identifiés dans la littérature ainsi que leurs effets combinés sur la relation. En raison de son caractère exploratoire, cette recherche peut constituer un point de départ à la réflexion sur la consolidation de la connaissance dans ce domaine en pleine évolution.

Un autre courant d'études plus récent tente d'éviter certaines de ces lacunes, principalement l'hypothèse d'une relation linéaire entre la PS et la PF, en arguant que la relation est complexe. En effet, bien que la majorité des travaux empiriques antérieurs supposent une relation monotone entre la PS et la PF, plusieurs écrits récents affirment que la relation entre la PS et la PF est non linéaire (Lankoski, 2000; Wagner, 2005; Wang et *al.*,

2008; Brammer et Millington, 2008; Bouquet et Deutsch, 2008; Sun-Young et Lee, 2009; Elsayed et Paton, 2009; Barnett et Salomon, 2012). Certains de ces travaux formalisent une relation concave (Lankoski, 2000; Wagner, 2005; Wang et *al.*, 2008; Elsayed et Paton, 2009) alors que d'autres soutiennent une forme convexe (Brammer et Millington, 2008; Bouquet et Deutsch, 2008; Sun-Young et Lee, 2009; Barnett et Salomon, 2012). Toutefois, ces spécifications sont restrictives et supposent implicitement que le rendement marginal de chaque dollar investi dans la PS est décroissant (croissant) pour un lien convexe (concave). Relâchant la contrainte relative à la forme de la relation, Johnson (2003) suggère que cette dernière reflète une transition graduelle d'un état à l'autre en fonction du niveau de la PS et que la spécification de la relation en paliers serait plus appropriée.

Le deuxième article s'inscrit dans ce courant et vise, entre autres, à expliciter la nature de l'impact financier de la PS dans un cadre d'analyse plus général. Selon une approche transversale, nous examinons la relation à différents niveaux de PS en relâchant l'hypothèse d'un impact financier homogène, capturant ainsi tout éventuel changement de lien entre la PS et la PF, et ce, à divers niveaux d'implications sociales.

La complexité de la relation a également été justifiée par la présence de facteurs de contingence relatifs aux caractéristiques de l'entreprise, de son environnement et du facteur temps (Margolis et Walsh, 2003; Barnett, 2007; Cochran, 2007; Van Beurden et Gossling, 2008; Hull et Rothenberg, 2008; Gracia et *al.*, 2008; Godfrey et *al.*, 2009; Peloza, 2009; Gracia-Castro et *al.*, 2010; Surroca et *al.*, 2010; Wang et Choi, 2010). Dans la littérature, plusieurs facteurs spécifiques à l'entreprise tels que la taille, le risque et la R&D ont été évoqués comme des facteurs affectant la relation. Pour tenir compte de ces facteurs, la quasi-totalité des travaux les ont introduits en tant que variables de contrôle, bien que leurs effets soient plus complexes. L'introduction des variables de contrôle permet d'isoler l'effet direct de la PS sur la PF. Or, plusieurs travaux récents soulignent l'importance de tenir compte des facteurs modérateurs lors de l'examen de la relation (Van Beurden et Gossling, 2008; Peloza, 2009). L'introduction de ces facteurs en tant que variables modératrices permettra de mettre l'accent sur les canaux de transmission indirects de la PS sur la PF. Effectivement, des travaux récents ont validé un effet modérateur des facteurs tels que les dépenses en R&D (Hull et Rothenberg, 2008; Wang et Choi, 2010), la taille (Ioannou et Serafeim, 2010), le

cycle de vie de l'entreprise (Elsayed et Paton, 2009) et le temps (Bird et *al.*, 2007; Baron et *al.*, 2009; Ioannou et Serafeim, 2010)

En supposant une relation contingente entre la PS et la PF, le deuxième article vise également à traiter des facteurs sous-jacents à l'impact de la PS sur la PF, notamment la taille, le risque, les dépenses en investissement et le temps. L'examen de la relation à travers le temps permet de tester la stabilité de ce lien et son caractère évolutif. En effet, l'impact financier de la PS est d'abord estimé sur des données empilées pour la période de 1991-2007, puis, nous répétons les mêmes analyses en divisant notre échantillon en deux sous-périodes, soit 1991-2000 et 2001-2007. Enfin, des analyses similaires sont effectuées en considérant quatre sous-périodes, soit 1991-1994, 1995-1999, 2000-2002 et 2003-2007. Quant aux autres facteurs, ils sont introduits comme variables modératrices, ce qui permettra d'intégrer l'effet indirect de la PS sur la PF. Ainsi, pour tenir compte de ces différents effets, nous introduisons dans la spécification de la relation l'effet croisé de la PS avec la taille, le risque et les dépenses en investissement.

En somme, au-delà des facteurs de contingence relatifs aux choix méthodologiques analysés dans le premier papier, le deuxième papier aborde la question de l'impact financier de la PS en mettant l'accent sur d'autres facteurs qui conditionnent ce lien. Ce papier vise à éclairer principalement trois composantes qui mettent en évidence la complexité de la relation, à savoir (1) la non-linéarité de la relation en testant l'impact de la PS sur la PF à différents niveaux d'implications sociales, (2) la non-uniformité de ce lien en analysant le rôle modérateur de certains facteurs spécifiques à l'entreprise et (3) la dynamique de la relation en testant la stabilité de l'impact de la PS sur la PF à travers le temps.

Dans la foulée des travaux portant sur notre thématique, certains écrits ont testé empiriquement l'existence d'une relation entre une dimension spécifique de la PS, telle que la philanthropie ou l'environnement, et la PF. Notre troisième papier est ancré dans ce courant et examine la relation entre la dimension environnementale et la PF. En effet, les enjeux environnementaux, qui présentent une dimension centrale de la RSE, sont devenus des préoccupations importantes non seulement pour les environnementalistes, mais également pour la société en général. Le gouvernement, à travers les réglementations et les impositions,

ainsi que les consommateurs et les investisseurs, à travers leurs choix orientés vers des entreprises responsables, démontrent l'intérêt porté à la protection de l'environnement. Face à ces exigences, les entreprises se trouvent dans l'obligation de répondre à cette demande par l'élaboration de stratégies et de politiques de protection de l'environnement.

Les premières études portant sur l'impact de la PE sur la PF, qui remontent aux années 70, se sont multipliées à partir des années 90, reflétant encore une fois l'importance accordée à cet enjeu. Par ailleurs, ces études théoriques et empiriques ne permettent pas d'infirmer ni de confirmer une relation systématique entre ces deux construits. Certains travaux s'accordent à expliquer la divergence des résultats par l'omission de l'aspect dynamique lors de l'examen de relation (Hart et Ahuja, 1996; Porter et Van der Linder, 1995; Ruf et *al.*, 2001; Paton et Elsayed, 2005; Allouche et Laroche, 2005; Lanoie et *al.*, 2008). L'impact financier des actions est souvent appréhendé dans une perspective à court terme. En effet, les approches utilisées, notamment les études événementielles, examinent la réaction du marché face aux événements environnementaux sur une courte période, soit quelques jours, voire un ou deux mois (Shane et Spicer, 1983; Hamilton, 1995; Klassen et McLaughlin, 1996; Gupta et Goldar, 2005; Bouslah et *al.*, 2006; 2010; 2013; Yu, 2012). Il en est de même pour les analyses multivariées qui étudient cette relation sur une période ne dépassant pas une année (Bragdon et Marlin, 1972; Sturdivant et Ginter, 1977; Russo et Fouts, 1997; Konar et Cohen, 2001; Wagner, 2010). L'utilisation de l'une ou l'autre des ces approches méthodologiques ne permet pas d'apprécier l'impact de la PE sur la PF sur une plus longue période. Cette perspective ne permet pas de tenir compte du caractère évolutif du concept même de la RSE ni de la nature dynamique de la relation. Les actions sociales et environnementales, comme tout autre investissement, prennent du temps avant de générer des effets financiers. Dès lors, limiter l'analyse de la relation aux effets immédiats ou à court terme apporte une vision tronquée de la portée financière des actions environnementales. À l'exception de Hart et Ahuja (1976) et Lanoie et *al.* (2008), les effets dynamiques de la PE sur la PF, pourtant déterminants sur de plus longues périodes, n'ont pas été examinés.

À l'instar de Hart et Ahuja (1976) et de Lanoie et *al.* (2008), notre troisième papier examine l'aspect longitudinal de la relation entre la PE et la PF. Comparativement aux deux premiers articles, le troisième article se concentre sur la dimension environnementale, qui constitue un enjeu incontournable et un défi de taille pour les entreprises ces dernières années, et il analyse l'impact financier de la PE sur un horizon de temps plus large (i.e. 1, 2 et 3 ans). Comme dans la quasi-totalité des études empiriques, nous analysons d'abord aussi bien l'effet courant de la PE que son effet retardé d'une année sur la PF. Puis, en supposant que la relation entre la PE et la PF se construit dans le temps, comme le suggèrent Hart et Ahuja (1996) et Lanoie et *al.* (2008), nous étendons cette analyse en intégrant des retards de 2 et 3 ans. Nous examinons les relations entre la PF et diverses mesures de la PE, à savoir une mesure agrégée supposant que les actions environnementales positives (i.e. forces) contrebalancent les actions environnementales négatives (i.e. faiblesses) et des scores respectifs des forces et des faiblesses environnementales. La prise en compte de mesures désagrégées de la PE, estimant les externalités négatives et les externalités positives, nous permet de tenir compte des différences empiriques et conceptuelles de ces deux types d'actions (McGuire et *al.*, 2003; Mattingly et Berman, 2006; Moon, 2007) et nous permet d'éviter l'effet compensatoire de leurs scores respectifs. Ainsi, l'analyse à long terme de l'impact financier des forces et des faiblesses nous permettra de tester l'effet d'asymétrie entre ces deux actions, et ce à travers le temps.

L'objectif principal de cette thèse est de contribuer à une meilleure compréhension de la nature complexe et dynamique de la relation entre la PS ou la PE et la PF. Sa pertinence réside dans le fait qu'elle apporte des éléments de réponses aux universitaires quant au bilan mitigé de la littérature. Elle permet également d'aider les gestionnaires à mieux saisir les différentes facettes de cette relation afin d'optimiser la portée financière de leurs stratégies sociales et environnementales.

La réalisation de cette thèse a nécessité l'élaboration d'une base de données sociales et financières. À cette fin, pour la période de 1991-2007, nous avons fusionné la base de données KLD relative aux données sociales et la base de données financières *Compustat*. L'échantillon final ainsi obtenu nous permet de tester empiriquement les différentes problématiques proposées dans nos trois articles.

Nous proposons un schéma global qui résume les trois principales thématiques autour desquelles est construite cette thèse :

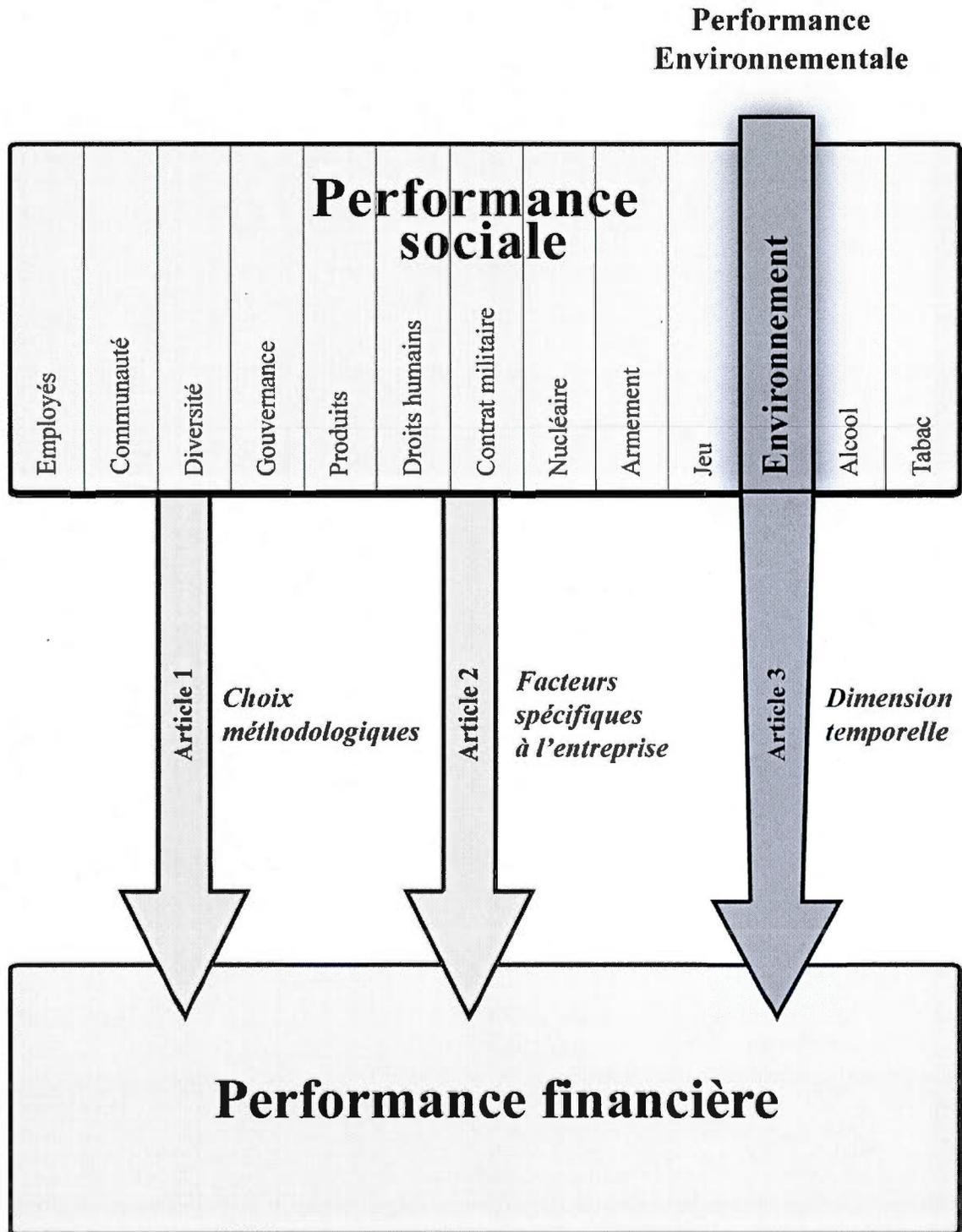


Figure 0.1: Vue globale de la thèse et de ses composantes

RÉFÉRENCES

- Acquier, A., et Aggeri, F. 2006. The Development of a CSR Industry: Legitimacy and Feasibility as the two Pillars of the Institutionalization Process. In F. Den Hond & F. De Bakker & P. Neergaard (Eds.).
- Allouche, J., et Laroche, P. 2005. « A Meta-Analytical Investigation of the Relationship Between Corporate Social». *Revue de Gestion des Ressources Humaines*, 57.
- Andersen, M.L., et Dejoy, J.S. 2011. « Corporate Social and Financial Performance: The Role of Size, Industry, Risk, R&D and Advertising Expenses as Control Variables». *Business and Society Review*, 116, 237–256.
- Andriof, J., Waddock, S., Husted, B., et Rahman S.S. 2002. *Unfolding Stakeholder Thinking, vol. 1: Theory, Responsibility and Engagement*, Sheffield, UK, Greenleaf Publishing.
- Andriof, J., Waddock, S., Husted, B., et Rahman, S.S. 2003. *Unfolding Stakeholder Thinking, Vol. 2: Relationships, Communication, Reporting and Performance*, Sheffield, UK, Greenleaf Publishing.
- Aupperle, K. E., Carroll, A. B., et Hatfield, J. D. 1985. « An Empirical Examination of the Relationship between Corporate Social Responsibility and Profitability». *Academy of Management Journal*, 446-463.
- Backman, J. 1975. « Social Responsibility and Accountability». *New York University Press*.
- Barnett, M. 2007. « Stakeholder Influence Capacity and the Variability of Financial Returns to Corporate Social Responsibility». *Academy of Management Review*, 32, 794-816.
- Barnett, M.L., et 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, 1304-1320.

- Baron, D. P., Harjoto, M.A., et Hoje, J. 2009. « The Economics and Politics of Corporate Social Performance». *Working Paper*, Stanford Graduate School of Business.
- Bird, R., Hall A.D., Momente F., et Reggiate, F. 2007. « What Corporate Social Responsibility Activities are Valued by the Market? ». *Journal of Business Ethics*, 76, 189-206.
- Bouquet, C., et Deutsch, Y. 2008. « The Impact of Corporate Social Performance on a Firm's Multinationality». *Journal of Business Ethics*, 80, 755-769.
- Bouslah, K., M'zali, B., et Turcotte, M-F. 2013. « Certifications et Performances Financières». *L'école de Montréal de la responsabilité sociale: L'entreprise et la régulation économique en question*, collectif sous la direction de Corinne Gendron et Bernard Girard; à paraître en 2013 chez Armand Colin.
- Bouslah, K., M'zali, B., Turcotte, M-F., et Kooli, M. 2010a. « The Impact of Forest Certification on Firm Financial Performance in Canada and the US». *Journal of Business Ethics*, 96, 551-572.
- Bouslah, K., M'zali, B., Turcotte, M-F., et Kooli, M. 2010b. « La Certification est-elle Synonyme de «Prime» ou de «Déprime» Verte? Le Cas de l'Industrie Forestière». *Développement durable et responsabilité sociale : de la mobilisation à l'institutionnalisation*, sous la direction de Gendron C., Vaillancourt, J-G et Audet, R. 229-246. Montréal, Presses Internationales Polytechnique.
- Bouslah, K., M'Zali, B., Turcotte, M.-F., et Kooli, M. 2006. « Responsabilité Sociale et Environnementale, Certifications et Performances Financières». *Revue Gestion*, 31, 125-133.
- Bowen, H.R. 1953. *Social Responsibilities of the Businessman*. Harper, New York.
- Bragdon, J. H., et Marlin, J.A.T. 1972. « Is Pollution Profitable? ». *Risk Management*, 19, 9-18.
- Brammer, S., et Millington, A. 2008. « Does it Pay to be Different? An Analysis of the Relationship between Corporate Social and Financial Performance». *Strategic Management Journal*, 29, 1325-1343.

- Brammer, S., Brooks, C., et Pavelin, S. 2006. « Corporate Social Performance and Stocks Returns: UK Evidence from Disaggregate Measures». *Financial Management (US)*, 35, 97-116.
- Campbell, J. L. 2007. « Institutional Analysis and the Paradox of Corporate Social Responsibility». *The American Behavioral Scientist*, 49, 925-938.
- Carroll, A.B. 1979. « A three Dimensional Conceptual Model of Corporate Social Performance». *Academy of Management Review*, 4, 97-505.
- Carroll, A.B., et Shabana, K.M. 2010. « The Business Case for Corporate Social Responsibility: a Review of Concepts, Research and Practice». *International Journal of Management Reviews*, 12, 85-105.
- Chen, H.K., et Metcalf, R.W. 1980. « The Relationship between Pollution Control Record and Financial Indicators Revisited». *Accounting Review*, 55, 168-177.
- Clarkson, M.B.E. 1995. « A stakeholder Framework for Analysing and Evaluating Corporate Social Performance». *Academy of Management Review*, 20, 92-117.
- Cochran, P. 2007. « The Evolution of Corporate Social Responsibility». *Business Horizons*, 50, 449-454.
- Davis, K. 1960. « Can Business Afford to Ignore Social Responsibilities?». *California Management Review*, 2, 70-76.
- DiMaggio, P.J., et Powell, W.W. 1991. « Introduction to the new Institutionalism, The New Institutionalism in Organizational Analysis». Chicago: *University of Chicago Press*.
- Donaldson, T., et Preston, L.E. 1995. « The Stakeholders Theory of Corporation: Concepts, Evidence and Implications». *Academy of Management Review*, 20, 65-91.
- Elsayed, K., et Paton, D. 2009. « The Impact of Financial Performance on Environmental Policy: Does Firm Lifecycle Matter? ». *Business Strategy and the Environment*, 18, 397-413.
- Freeman, E. 1984. « Strategic Management: A Stakeholder Approach». Boston: Pitman.

- Friedman, M. 1962. « Capitalism and Freedom, Chicago». *The University of Chicago Press*, 122-124.
- Friedman, M. 1970. « The Social Responsibility of Business is to Increase its Profits». *New York Times Magazine*, 13 September.
- Garcia-Castro, R., Canela, M.A., et Arino, M.A. 2008. « Over the Long Run? Short-Run Impact and Long- Run Consequences of Stakeholder Management». *Business and Society*, 20, 428-455.
- Garcia-Castro, R., Arino, M.A., et Canela, M.A. 2010. « Does Social Performance Really Lead to Financial Performance? Accounting for Endogeneity». *Journal of Business Ethics*, 92, 107–126.
- Godfrey, P. C., Merrill. C. B., et 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, 425-445.
- Gupta, S., et Goldar, B.N. 2005. « Do Stock Markets Penalize Environment-Unfriendly Behavior? Evidence from India». *Ecological Economics*, 52, 81-95.
- 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, 98-113.
- Hart, S. L., et Ahuja, G. 1996. « Does It Pay To Be Green? An Empirical Examination of the Relationship between Emission Reduction and Firm Performance». *Business Strategy & the Environment*, 5, 30-37.
- Hull, C.E., et Rothenberg, S. 2008. « Firm Performance: the Interactions of Corporate Social Performance with Innovation and Industry Differentiation». *Strategic Management Journal*, 29, 781-789.
- Jones, T.M. 1980. « Corporate Social Responsibility Revisited, Redefined». *California Management Review*, 22, 59–67.
- Klassen, R., et McLaughlin, C. 1996. « The Impact of Environmental Management on Firm Performance». *Management Science*, 42, 1199-1215.

- Knoll, M. S. 2002. « Ethical Screening in Modern Financial Markets: The Conflicting Claims Underlying Socially Responsible Investment». *The Business Lawyer*, 57, 681-726.
- Konar, S., et Cohen, M A. 2001. « Does the Market Value Environmental Performance?». *Review of Economics and Statistics*, 83, 281-309.
- Kurtz, L., et DiBartolomeo, D. 1996. « Socially Screened Portfolios: An Attribution Analysis of Relative Performance». *The Journal of Investing*, 5, 35-41.
- Lankoski, L. 2000. « Determinants of Environmental Profit: An Analysis of Firm-Level Environmental Performance and Economic Performance». *Doctoral dissertations*, Helsinki University of Technology.
- Lanoie, P., Patry, M., et Lajeunesse, R. 2008. « Environmental Regulation and Productivity: New findings on the Porter Hypothesis». *Journal of Productivity Analysis*, 30, 121-128.
- Lee, M. P. 2008. « A Review of the Theories of Corporate Social Responsibility: Its Evolutionary Path and the Road Ahead». *International Journal of Management Reviews*, 10, 53-73.
- Lee, D.D., Faff, R.W., et Langfield-Smith, K. 2009. « Revisiting the Vexing Question: Does Superior Corporate Social Performance Lead to Improved Financial Performance?». *Australian Journal of Management*, 34, 21-49.
- Margolis, J.D., et Walsh, J.P. 2003. « Misery Loves Companies: Rethinking Social Initiatives by Business». *Administrative Science Quarterly*, 48, 268-305.
- Margolis, J. D., Elfenbein, H.A., et Walsh, J.P. 2007. « Does it Pay to be Good? A Meta-Analysis and Redirection of Research on the Relationship between Corporate Social and Financial Performance». *Paper presented at the Academy of Management, Philadelphia*.
- Maron, I.Y. 2006. « Toward a Unified Theory of the CSP-CFP Link». *Journal of Business Ethics*, 67, 191-200.
- Mattingly, J., et Berman, S. 2006. « Measurement of Corporate Social Action: Discovering Taxonomy in the Kinder Lydenburg Domini Ratings Data». *Business & Society*, 45, 20-46.

- McGuire, J.B., Sundgren, A., et Schneeweis, T. 1988. « Corporate Social Responsibility and Firm Financial Performance». *Academy of Management Journal*, 31, 854-872.
- McGuire, J., Dow, S., et Argheyd, K. 2003. « CEO Incentives and Corporate Social Performance». *Journal of Business Ethics*, 45, 341-359.
- McWilliams, A., et Siegel, D. 2000. « Corporate Social Responsibility and Financial Performance: Correlation or Misspecification». *Strategic Management Journal*, 21, 603-60.
- McWilliams, A., et Siegel, D. 2001. « A Within and between Analysis of the Relationship between Corporate Social Responsibility and Financial Performance». *Academy of Management Review*, 26, 117- 127.
- McWilliams, A., Siegel, D., et Wright, P.M. 2006. « Corporate Social Responsibility: Strategic Implications». *Journal of Management Studies*, 43, 1-18.
- Meyer, J.W., et Rowan, B. 1977. « Institutionalized Organisations: Formal Structure as Myth and Ceremony». *American Journal of Sociology*, 80, 340-363.
- Mitchell, R. K., Agle, B.R., et Wood, D.J. 1997. « Toward a Theory of Stakeholder Identification and Salience: Defining the Principle of Who and What Really Counts». *Academy of Management Review*, 22, 853-886.
- Moon, J.J. 2007. « In Good Companies? A Critical Evaluation of the Corporate Social Performance – Corporate Financial Performance link. *Working Paper*, The Wharton School, University of Pennsylvania.
- Ogden, S., et 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, 526-538.
- Pasquero, J. 2005. La Responsabilité Sociale de l'Entreprise comme Objet des Sciences de Gestion : Un regard historique, Responsabilité Sociale et Environnementale de l'Entreprise, M.-F. Turcotte and A. Salmon, *Presses de l'Université du Québec*.

- Paton, D., et Elsayed, K. 2005. « The Impact of Environmental Performance on Firm Performance: Static and Dynamic Panel Data Evidence». *Structural Change and Economic Dynamics*, 16, 395-412.
- Peloza, J. 2009. « The Challenge of Measuring Financial Impacts from Investments in Corporate Social Performance». *Journal of Management*, 35, 1518-1541.
- Poddi, L., et Vergalli, S. 2012. « Does Corporate Social Responsibility Pay? ». *Review of Environment Energy and Economics*. February.
- Porter, M., et Kramer, M. 2006. « Strategy and Society: The Link between Competitive Advantage and Corporate Social Responsibility». *Harvard Business Review*.
- Porter, M. E., et Van der Linde, C. 1995. « Towards a New Conception of the Environmental-Competitiveness Relationship». *Journal of Economic Perspectives*, 9, 97-118.
- Reinhard, F., Stavins, R., et Vietor, R. 2008. « Corporate Social Responsibility through An Economic Lens». *Review of Environmental Economics and Policy*, 2, 219-39.
- Renneboog, L., Ter Horst, J., et Zhang, C. 2008. « Socially Responsible Investments: Institutional Aspects, Performance, and Investor Behavior». *Journal of Banking and Finance*, 32, 1723-1742.
- Ruf, B., Muralidhar, K., Brown, R., Janney, J., et Paul, K. 2001. « An Empirical Investigation of the Relationship between Change in Corporate Social Performance and Financial Performance: A Stakeholder Theory Perspective». *Journal of Business Ethics*, 32, 143-156.
- Russo, M.V., et Fouts, P.A. 1997. « A Resource based Perspective on Corporate Environmental Performance and Profitability». *Academy of Management Journal*, 40, 534-559.
- Seifert, B., Morris, S. A., et Bartkus, B. R. 2004. « Having, Giving, and Getting: Slack Resources, Corporate Philanthropy and Firm Financial Performance». *Business & Society*, 43, 135-161.
- Shane, P. B., et Spicer, B. H. 1983. « Market Response to Environmental Information Produced Outside the Firm». *The Accounting Review*, 3, 521-538.

- Simpson, W.G., et Kohers, T. 2002. « The Link between Corporate Social and Financial Performance: Evidence from the Banking Industry». *Journal of Business Ethics*, 35.
- Sturdivant, F.D., et Ginter, J.L. 1977. « Corporate Social Responsiveness : Management Attitudes and Economic Performance». *California Management Review*, 19, 30-39.
- Sun-Young, P., et Lee, S. 2009. « Do Socially Responsible Activities Help Hotels and Casinos Achieve their Financial Goals?». *International Journal of Hospitality Management*, 28, 105-112.
- Surroca, J., Tribó, J.A., et Waddock, S. 2010. « Corporate Responsibility and Financial Performance: The Role of Intangible Resources». *Strategic Management Journal*, 31, 463-490.
- Tsoutsoura, M. 2004. « Corporate Social Responsibility and Financial Performance». Centre for Responsible Business, *Working paper*, University of California, Berkeley.
- Van Beurden, P., et Gössling, T. 2008. « The Worth of Values – A Literature Review on the Relation between Corporate Social and Financial Performance». *Journal of Business Ethics*, 82, 407-424.
- Vogel, D.J. 2005. « Is There a Market for Virtue ? The Business Case for Corporate Social Responsibility». *California Management Review*, 47, 19-45.
- Waddock, S.A., et Graves, S.B. 1997. « The Corporate Social Performance – Financial Performance Link». *Strategic Management Journal*, 18, 303-319.
- Wagner, M. 2005. « How to Reconcile Environmental and Economic Performance to Improve Sustainability: Corporate Environmental Strategies in the European Paper Industry». *Journal of Environmental Management*, 76, 105-118.
- Wagner, M. 2010. « The Role of Corporate Sustainability Performance for Economic Performance: A Firm-Level Analysis of Moderation Effects». *Ecological Economics*, 69, 1553-1560.

- Wang, H., et Choi, J. 2010. « A New Look at the Corporate Social–Financial Performance Relationship: The Moderating Roles of Temporal and Interdomain Consistency in Corporate Social Performance». *Journal of Management*, 36.
- Wang, H., Choi, J., et Li, JT. 2008. « Too Little or too Much? Untangling the Relationship between Corporate Philanthropy and Firm Financial Performance». *Organization Science*, 19, 143-159.
- Wartick, S.L., et Cochran, P.L. 1985. « The Evolution of the Corporate Social Performance Model». *Academy of Management Review*, 10, 758-769.
- Wood, D. 1991. « Corporate Social Performance Revisited». *Academy of Management Review*, 16, 691-718.
- Wright, P., et Ferris, S.P. 1997. « Agency Conflict and Corporate Strategy: The Effect of Divestment on Corporate Value». *Strategic Management Journal*, 18, 77-83.
- Yu, F. 2012. « Participation of Firms in Voluntary Environmental Protection Programs: An Analysis of Corporate Social Responsibility and Capital Market Performance». *Contemporary Economic Policy*, 30, 13-28.

CHAPITRE I

ARTICLE 1

RELATION ENTRE LA PERFORMANCE SOCIALE ET LA PERFORMANCE
FINANCIÈRE : ANALYSE DES FACTEURS DE DIVERGENCE

Hajer Tebini

Candidate en Ph.D.

ESG-UQÀM

Bouchra M'Zali

Département de stratégie, responsabilité sociale et environnementale

ESG-UQÀM

Blanca Perez-Gladish

Département d'économie quantitative

Université d'Oviedo

RELATION ENTRE LA PERFORMANCE SOCIALE ET LA PERFORMANCE FINANCIÈRE : ANALYSE DES FACTEURS DE DIVERGENCE

Résumé:

Cet article vise à tester l'impact des facteurs avancés dans la littérature pour expliquer la divergence des résultats portant sur la relation entre la performance sociale (PS) et la performance financière (PF). Il vise également à apprécier la sensibilité de ce lien aux facteurs pris individuellement ou en combinaison. Les résultats de notre recherche expérimentale montrent que la relation estimée est contingente aux choix méthodologiques. Plus particulièrement, la relation varie selon la mesure de la PS, la mesure de la PF ainsi que l'échantillon retenu. Cette relation n'est ni stable ni forcément linéaire, comme plusieurs ouvrages pertinents le supposent. La présente étude se concentre ainsi sur les connaissances découlant de cette littérature et suggère ultimement des pistes de réflexion permettant de mieux comprendre la relation dans un domaine encore en évolution.

Mots clés : performance sociale, performance financière, facteurs de divergence, recherche expérimentale.

1.1. Introduction

De nos jours, on ne peut nier ni sous-estimer l'importance grandissante des enjeux sociaux et environnementaux dans notre société moderne et particulièrement dans le monde des affaires. Les externalités négatives de l'entreprise ne cessent de s'accroître et préoccupent de plus en plus entreprises, société civile, consommateurs, investisseurs, gouvernements, médias ainsi qu'organismes internationaux. Les nombreux sommets (Kyoto en 1997, Johannesburg en 2002, Copenhague en 2009 et Durban en 2011), le développement des agences de notation, la mobilisation croissante des ONG, l'activisme actionnarial social et la couverture médiatique croissante sont autant d'éléments qui témoignent de cet accroissement des préoccupations sociales et environnementales. Au-delà de cette préoccupation croissante des externalités négatives, de plus en plus d'acteurs s'intéressent également aux actions positives des entreprises et les valorisent. Cet intérêt se traduit par l'ascension remarquable du concept de la responsabilité sociale de l'entreprise (RSE), au point de le rendre incontournable avec l'émergence de standards globaux, de normes (ISO26000), de différentes certifications (ISO14000, SA8000, FSC) et du lancement, sous l'égide des Nations Unies, des principes pour l'investissement responsable⁴. Cet engouement généralisé pour la RSE reflète l'importance accrue de ce concept et témoigne de son évolution et, dans une certaine mesure, de sa maturité.

Les développements de la recherche autour de la RSE reflètent un champ d'étude en pleine progression et en continuel changement (Bakker et *al.*, 2005). Malgré sa croissance remarquable et l'abondance des recherches autour de ce concept, la RSE demeure une notion aux frontières floues et évolutives (Mc Williams et *al.*, 2006; Cochran, 2007). Les enjeux relevant de la RSE sont devenus plus nombreux, la faisant passer d'un concept marginal unidimensionnel à une notion plus complexe considérée par Mc Williams et *al.* (2006) comme une forme d'investissement stratégique. Dans cette effervescence de recherches, un courant majeur s'intéresse à la nature de la relation entre la performance sociale (PS) et la

⁴ Source : www.unpri.org.

performance financière (PF). Toutefois, la nature de cette relation demeure ambiguë, et ce, malgré les centaines d'articles scientifiques multidisciplinaires qui l'ont examinée.

Plusieurs théories coexistent pour expliquer l'impact de la PS sur la PF, et ce, aussi bien sur le plan du signe que du lien et de la forme. Selon une vision néoclassique, la prise en charge d'actions sociales implique des coûts additionnels pour l'entreprise, coûts qui la désavantagent par rapport à ses concurrents (Levitt, 1958; Friedman, 1970). À l'inverse, la théorie des parties prenantes, qui fonde l'hypothèse de l'impact social, préconise l'idée que la satisfaction de l'ensemble des parties prenantes renforce l'image et la réputation de l'entreprise, améliorant ainsi sa PF (Freeman, 1984; Donaldson et Preston, 1995). D'autres modèles supportent plutôt une absence de lien entre la PS et la PF. Cette neutralité de la relation est expliquée soit par l'effet de compensation entre les coûts et les bénéfices de la RSE (McWilliams et Siegel, 2001), soit par la complexité du lien entre la PS et la PF, rendant difficile toute tentative de formalisation empirique (Ullman, 1985; Allouche et *al.*, 2004). L'argument en faveur d'une relation complexe est exploré dans des modèles non linéaires avancés. Ces modèles s'opposent quant à la forme de l'interaction, proposant soit une relation en forme concave (Bowman et Haire, 1975; Lankoski, 2008), soit un lien en forme convexe (Barnett et Salomon, 2006; Bouquet et Deutsch, 2008).

Sur le plan empirique, la disparité des conclusions des divers travaux reflète cette multiplicité de paradigmes coexistants. Même si la majorité des études empiriques soutiennent un impact positif de la PS sur la PF, chacune de ces théories est supportée par des résultats empiriques (Mc Guire et *al.*, 1988; Waddock et Graves, 1997; Mc William et Siegel, 2000; Hillman et Keim, 2001; Nelling et Webb, 2009; Wang et Choi, 2010). Waddock et Graves (1997), Simpson et Kohers (2002) et Goukasian et Whitney (2007) ont validé une relation positive. Vance (1975), Aupperle et *al.* (1985) et Brammer et *al.* (2006) mettent plutôt une relation négative en évidence. Par contre, Chen et Melcalf (1980), Mc Williams et Siegel (2000) ainsi que Murray et *al.* (2006) concluent à l'absence de relation. Enfin, Brammer et Millington (2008), Bouquet et Deutsch (2008) et Elsayed et Paton (2009) réconcilient ces différentes conclusions en validant une relation non linéaire qui peut prendre une forme concave ou convexe. Margolis et Walsh (2003) mettent en évidence cette divergence à la fois théorique et empirique. En effet, sur les 109 études examinant l'impact

de la PS sur la PF de 1972 à 2002, 54 concluent à une relation positive, 7 à une relation négative, 28 rapportent une relation non significative et 20 se soldent par des résultats mixtes.

Ces résultats empiriques controversés ont catalysé plusieurs méta-analyses qui ont tenté d'apporter une réponse claire ou du moins consensuelle à la question (Margolis et Walsh, 2003; Orlitsky et *al.*, 2003; Allouche et Laroche, 2005; Margolis et *al.*, 2007; Beurden et Gossling, 2008). Globalement, les conclusions avancées réfutent l'argument selon lequel il y a un prix à payer pour être responsable. La plupart de ces travaux s'accordent pour reconnaître un impact positif faible de la PS sur la PF. Notamment, l'estimation d'un tel impact semble être sensible à la mesure de la PS et à celle de la PF, à la période retenue, aux facteurs de contingence et à la méthodologie choisie. Toutefois, il convient de s'interroger sur la validité et la robustesse des résultats obtenus par les méta-analyses, étant donné les problèmes statistiques et les limites méthodologiques dont souffrent ces travaux. De plus, une compréhension de la relation uniquement fondée sur les méta-analyses sous-estime les avancées récentes dans le domaine de la RSE. En effet, le bilan dressé par ces travaux ne reflète pas l'avancement de la connaissance dans un domaine en plein essor.

Plusieurs facteurs ont été avancés pour expliquer la disparité dans les résultats (Cochran et Wood, 1984; Aupperle et *al.*, 1985; Graves et Waddock, 1999; McWilliams et Siegel 2000; Chand et Fraser, 2006; Callan et Thomas, 2009). Dès les années 80, cinq principaux facteurs ont été identifiés comme sources d'hétérogénéité entre les résultats des études antérieures. Premièrement, la période d'étude retenue peut être un facteur déterminant de la divergence de la relation entre les études (Barnett, 2007). Étant donné le caractère évolutif des enjeux sociaux et environnementaux, on ne peut s'attendre à ce que la relation demeure constante à travers le temps. Deuxièmement, la mesure de PS varie d'une étude à l'autre, passant d'une mesure perceptuelle (i.e. Fortune) à une mesure unidimensionnelle (i.e. TRI), voire à une mesure hybride (i.e. KLD), reflétant ainsi le manque d'uniformité des mesures de PS (Abbot et Monsen, 1979; Cochran et Wood, 1984). Cela rend plus difficile toute tentative de comparaison entre les travaux. De plus, les mesures de PS avancées dans les premières études ne conviennent plus aux pratiques actuelles de RSE. Troisièmement, l'absence de consensus quant à la mesure de PF semble expliquer cet écart entre les résultats des études antérieures. L'utilisation des mesures de marché (i.e. rendement du marché, bêta, le ratio

Book to market) d'un côté et des mesures comptables (i.e. ROA, rendement des actifs, croissance des actions) de l'autre pourrait affecter la nature des résultats. Quatrièmement, plusieurs autres recherches évoquent les problèmes liés aux échantillons (i.e. taille et composition) pour expliquer la disparité dans les résultats. Il s'agit du manque de représentativité de certains échantillons (Margolis et Walsh, 2003) ou encore de l'utilisation de données intersectorielles qui ne tient pas compte des spécificités propres à chaque industrie (Griffin et Mahon, 1997; Russo et Fouts, 1997). Enfin, la diversité des approches méthodologiques, notamment l'utilisation des méthodes linéaires (i.e. matrice de corrélations, comparaison de moyennes, régressions multiples), peut être évoquée pour justifier la différence entre les résultats. En outre, la quasi-totalité des travaux adoptent des approches linéaires sans que l'hypothèse de linéarité ne soit testée.

Les arguments avancés suggèrent que les facteurs méthodologiques peuvent conditionner l'estimation de la relation entre la PS et la PF. À notre connaissance, aucune étude n'a permis de retracer les différents facteurs de divergence et d'apprécier l'effet de chacun de ces facteurs ainsi que leurs effets joints sur la relation. Loin de vouloir examiner de nouveau une potentielle relation linéaire entre la PS et la PF, cette étude vise à montrer et apprécier l'impact des choix méthodologiques. Les facteurs retenus pour cette étude sont ceux qui ont été cités précédemment. Dans un premier temps, recourant aux mêmes outils méthodologiques, nous répliquons l'étude de Waddock et Graves (1997), soit l'étude la plus citée dans cette littérature. Ensuite, après avoir obtenu des résultats conformes à ceux de Waddock et Graves (1997), nous testons par des expériences répétées chacune de nos hypothèses, en relâchant tour à tour certaines contraintes sur les facteurs de divergence évoqués, à savoir : (1) la période d'étude retenue, (2) le choix de la mesure de la PS, (3) le choix de la mesure de la PF, (4) l'échantillon utilisé et (5) le choix de la méthodologie.

La recherche expérimentale dans laquelle s'inscrit cette étude permet non seulement de saisir l'impact de chacun de ces facteurs sur le signe et la significativité de la relation estimée entre la PS et la PF, mais également d'apprécier leurs effets combinés. Les résultats obtenus montrent que la relation varie en fonction de la mesure de PS, de la mesure de PF et de l'échantillon retenu, et que finalement, ce lien n'est pas stable dans le temps ni forcément linéaire, comme il est suggéré dans la littérature pertinente. Dès lors, il apparaît impossible de

construire un corpus empirique et de consolider les connaissances quant à la nature de la relation entre la PS et la PF. *In fine*, cette recherche vise, d'une part, à tester l'impact des facteurs avancés dans la littérature pour expliquer la divergence des résultats, et d'autre part, à apprécier la réelle sensibilité de la relation de ces facteurs pris individuellement ou en combinaison. Ainsi, la présente étude se penche sur les connaissances issues de la littérature et suggère ultimement des pistes de réflexion qui permettent de mieux comprendre la relation dans un domaine d'étude encore en évolution.

L'article est organisé comme suit : dans la première section consacrée à la recension des écrits sur la relation entre la PS et la PF, un survol de la littérature théorique et empirique sera présenté et les arguments avancés pour expliquer la disparité des résultats seront discutés. Dans la deuxième section, les hypothèses de recherche seront énoncées. Dans la troisième section, une description de la méthodologie sera présentée. Les résultats obtenus seront synthétisés et discutés dans la quatrième section et finalement, la dernière section présentera la conclusion de ce travail.

1.2. La relation entre la performance sociale et la performance financière

Les études empiriques portant sur la relation entre la PS et la PF constituent un courant important de la littérature sur la RSE. Cette question est qualifiée de pierre angulaire pour le devenir de l'investissement socialement responsable et de la RSE. Elle a fait l'objet, depuis les années 70, de centaines de travaux théoriques et empiriques, et ce, dans plusieurs disciplines (finance, *management*, comptabilité et *marketing*). Malgré l'abondance de ces recherches, le débat est loin d'être clos. Les conclusions de ces travaux varient et soutiennent à la fois l'existence d'une relation linéaire positive, d'une relation linéaire négative et même l'absence de lien. D'autres conclusions supportent plutôt une relation plus complexe, tant convexe que concave. Une synthèse des études empiriques portant sur la relation entre la PS et la PF est présentée au tableau 1.1. L'ensemble des travaux empiriques a permis de valider séparément les différents arguments théoriques avancés et cela, selon des critères méthodologiques spécifiques : période d'étude, mesures de PS et de PF, échantillon et méthode de traitement des données.

L'existence d'une relation négative entre la PS et la PF est justifiée par deux arguments différents. D'une part, l'hypothèse du compromis stipule que l'abandon de certaines stratégies d'affaires ou de projets d'investissement rentables uniquement en raison de préoccupations en matière de RSE entraîne une diminution de la PF. Bragdon et Marlin (1972), Vance (1975), Aupperle et *al.* (1985), Brammer et *al.* (2006) ainsi que Hill et *al.* (2007) s'inscrivent dans ce courant. D'autre part, l'hypothèse de l'opportunisme des gestionnaires suppose une priorisation des intérêts du gestionnaire au détriment de ceux des actionnaires et des parties prenantes, justifiant aussi une relation négative (Williamson, 1985; Preston et O'Bannon, 1997). Selon cette hypothèse, le gestionnaire aurait tendance à réduire les dépenses en RSE lorsque la PF est bonne et à les augmenter pour justifier une faible PF.

L'existence d'une relation positive entre la PS et la PF repose également sur deux concepts théoriques. Le premier, découlant de la théorie des parties prenantes, suggère qu'après une certaine période, la PS affecte positivement la PF. En fait, l'investissement en RSE est récompensé en termes de renforcement de la réputation et de l'image de marque de l'entreprise, de satisfaction des consommateurs, d'attractivité et de rétention des gestionnaires qualifiés et enfin, de facilité d'accès aux marchés financiers (Waddock et Graves, 1997; Simpson et Kohers, 2002; Margolis et Walsh, 2003; Goukasian et Whitney, 2007; Hull et Rothenberg, 2008; Godfrey et *al.*, 2009; Mishra et Suar, 2010). Le deuxième argument est supporté par l'hypothèse des ressources disponibles qui soutient une causalité inversée de la relation, soit un impact positif de la PF sur la PS. L'argument central de cette hypothèse est qu'une meilleure PF résulte d'un surplus de ressources qui fournit à l'entreprise les moyens financiers pour considérer les enjeux sociaux et agir en conséquence (McGuire et *al.*, 1988; Waddock et Graves, 1997; Preston et O'Bannon, 1997; Verschuur, 1998; Margolis et Walsh, 2003; Nelling et Webb, 2008).

Par ailleurs, l'existence même d'une relation entre la PS et la PF est remise en cause, et ce, pour diverses raisons (Chen et Melcalf, 1980; Teoh et *al.*, 1999; Murray et *al.*, 2006; Mahoney et Roberts, 2007; Garcia-Castro et *al.*, 2008; Surroca et *al.*, 2010). Selon McWilliams et Siegel (2001), l'inexistence de la relation peut résulter de l'équilibre de marché qui permet d'annuler les coûts et les bénéfices générés par les actions sociales, des problèmes de mesures qui peuvent masquer cette relation (Waddock et Graves, 1997) ou

encore de la multiplicité des variables qui affectent la relation, faisant de l'existence d'un lien entre la PS et la PF le fruit du pur hasard (Ullmann, 1985).

La complexité des relations envisagées fait que les modèles actuels utilisés éprouvent du mal à évaluer efficacement l'impact de la PS sur la PF (Allouche et Laroche, 2005).

Finalement, cette relation peut conceptuellement être redéfinie selon un lien simultané bidirectionnel entre la PS et la PF. Cette vision globale de l'interaction implique une relation de cause à effet entre la PS et la PF et introduit la notion de cercle vertueux (Waddock et Graves, 1997; Orlitzky et Benjamin, 2001; Margolis et Walsh, 2003; Orlitzky et *al.*, 2003; Margolis et *al.*, 2007; Nelling et Webb, 2009). Dans ce contexte, l'entreprise réussit, en renforçant sa PS, à générer une PF plus élevée qui lui offre alors la possibilité de s'investir davantage et d'être plus responsable.

En plus de ces controverses sur le signe et le sens de la causalité entre la PS et la PF, la forme même de la relation soulève un autre débat. Les recherches empiriques n'ont pratiquement pas considéré l'existence d'un lien non linéaire entre la PS et la PF. En effet, la majorité des travaux antérieurs supposent implicitement que la relation entre la PS et la PF est linéaire. L'argument en faveur d'une relation non linéaire trouve sa justification dans la théorie révisionniste (Lankoski, 2000; Schaltegger et Synnestvedt, 2001; Wagner, 2005). Les tenants de cette approche considèrent que la relation entre la performance environnementale et la PF prend la forme concave, avec un niveau au-delà duquel la relation devient négative. Plus récemment et en se basant sur une analyse économique néoclassique, Maron (2006) et Lankoski (2008) proposent un cadre conceptuel qui suggère aussi une relation concave entre la PS et la PF. Toutefois, les travaux empiriques qui ont tenté de tester une relation non linéaire se sont principalement concentrés sur une seule dimension de la RSE, soit l'environnement ou la philanthropie. Dans ce contexte de mesure partielle de la RSE, certains auteurs (Bowman et Haire, 1975; Lankoski, 2000; Wagner, 2005; Wang et *al.*, 2008; Elsayed et Paton, 2009) trouvent une relation concave, d'autres (Brammer et Millington, 2008; Bouquet et Deutsch, 2008) une relation convexe, et enfin, d'autres (Aupperle et Van Pham, 1989; Bird et *al.*, 2007) trouvent une absence de relation. Les conclusions de ces travaux ne

peuvent pas être généralisées à la notion multidimensionnelle de la RSE et traduisent une vision réductrice de la portée du concept (Carroll, 2000).

Cette absence de consensus tant sur le plan théorique qu'empirique rend impossible la comparabilité et la consolidation des conclusions quant à la relation entre la PS et la PF. Cette grande variabilité dans les résultats empêche notamment l'accumulation des connaissances autour de cette thématique. Afin de synthétiser des résultats empiriques fortement contradictoires en vue de faire émerger une tendance et de tirer une conclusion globale sur la question, plusieurs méta-analyses de types qualitatif et quantitatif, voire encore des analyses de la littérature, ont été proposées (Ullmann, 1985; Griffin & Mahon, 1997; Margolis & Walsh, 2001; Margolis & Walsh, 2003; Orlitzky et al., 2003; Allouche et Laroche, 2005; Wu, 2006; Margolis et al., 2007; Beurden & Gosling, 2008). Les résultats obtenus penchent vers un léger avantage pour la mise en évidence de liens interactifs positifs. Ce lien « fragile et contrasté », comme l'ont qualifié Allouche et Laroche (2005), reflète la complexité de la relation. Les conclusions des méta-analyses récentes mettent en exergue l'importance des facteurs de contingences qui affectent la relation. Elles soulignent aussi les limites d'ordre méthodologique dont souffrent la majorité des travaux antérieurs (Margolis et al., 2007; Beurden et Gosling, 2008). Nonobstant ce constat, ces méta-analyses souffrent de plusieurs biais qui limitent leur portée. Il convient notamment de s'interroger sur la rigueur méthodologique et la signification de ces études dans un domaine en constante évolution. En fait, l'agrégation d'études assez différentes sur le plan des mesures clés⁵ et des méthodes de traitement statistique⁶ remet en question l'interprétation des conclusions (Griffin et Mahon, 1997). Ces études utilisent souvent des définitions passéistes de la PS qui ne tiennent pas compte de l'évolution du concept de la RSE à travers le temps et qui réduisent parfois le concept multidimensionnel de la PS à la relation de l'entreprise avec son environnement ou à la composante philanthropique. D'ailleurs, Beurden et Gosling (2008) critiquent les études de Margolis et Walsh (2003) et d'Orlitzky et al. (2003) qui n'excluent pas les études publiées avant 1990. Selon Beurden et Gosling (2008), le rapport de Brundtland, publié en 1987 par

⁵ Margolis et Walsh (2002), par exemple, recensent 122 études comptant 70 mesures différentes de PF. Quant aux 95 études recensées par Margolis et Walsh (2003), 27 sources de données distinctes ont été utilisées pour évaluer la PS, couvrant différentes formes de la PS.

⁶ Les travaux recensés passent de l'analyse de matrice de corrélation à la classification des moyennes en passant par des analyses factorielles ou multivariées ou encore des études d'événements et des analyses de portefeuilles.

la Commission mondiale sur l'environnement et le développement des Nations Unies, est considéré comme un point tournant dans l'attention accordée à la RSE⁷. Peloza (2009) soulève le manque de fondement théorique et les limites méthodologiques d'un grand nombre d'études recensées et il affirme que les méta-analyses ne devraient pas être invoquées pour apporter une réponse définitive à la question. Margolis et Walsh (2003), quant à eux, font une mise en garde contre des conclusions illusoire tirées à partir des méta-analyses. Ainsi, il devient important de ne pas considérer ces recherches comme un état définitif de la connaissance.

En somme, l'analyse de la littérature offre un bilan mitigé et peu concluant de l'existence d'une relation systématique et stable entre la PS et la PF⁸. L'accumulation des travaux autour de la thématique n'a fait que renforcer la confusion et le conflit quant à l'impact des pratiques sociales sur la rentabilité des entreprises (Barnett, 2007).

En plus d'évoquer les facteurs d'ordre méthodologique, certains auteurs soutiennent que la dimension temporelle peut contribuer à la divergence des conclusions (Barnett, 2007; Orlitzky et *al.*, 2003; Allouche et Laroche, 2005). Ces auteurs suggèrent que le signe et l'intensité de la relation entre la PS et la PF sont sensibles à la période retenue. Une lecture historique de la notion de RSE révèle que ce concept a largement évolué dans le temps, tant sur le plan des enjeux de la RSE que sur le plan des pratiques sociales (Maignan et Ferrell, 2003) et de son intégration comme outil stratégique et managérial (Bakker et *al.*, 2005). En effet, la croissance remarquable de l'importance de la RSE a conduit à de nouvelles réglementations et au développement de nouvelles technologies qui ont induit un changement dans les coûts liés aux pratiques sociales, provoquant ainsi une modification du type de relation entre la PS et la PF (Lankoski, 2008). Hart et Ahuja (1996) appuient cet argument et soulignent que l'impact négatif obtenu entre la réduction d'émission et la PF est expliqué par la période d'étude retenue (i.e. 1988-1989). En effet, cette période correspond à une phase

⁷ À partir de cette période, les efforts des organisations, des agences de consultations et de notations ainsi que les publications des organisations de consommateurs affichent une plus grande transparence comparativement aux périodes antérieures.

⁸ Sur l'ensemble des travaux recensés par Margolis et Walsh (2001), 50 % concluent à une relation positive, 5 % une relation négative, 20 % à des résultats mixtes et 25 % ne trouvent pas de relation.

durant laquelle les plus grandes industries polluantes n'avaient pas encore implanté à grande échelle des contrôles environnementaux.

Le facteur temps semble également affecter d'autres composantes de la RSE qui, à leur tour, peuvent modérer la relation entre la PS et la PF. En effet, comme les enjeux sociaux et environnementaux évoluent au fil du temps, les attributs des parties prenantes peuvent aussi varier (Wood, 1991; Clarkson, 1995; Wartick et Cochran, 1985). Le débat social qui s'est principalement focalisé sur les droits humains et sur l'égalité et la sécurité au travail pendant les années 70 s'est déplacé à l'environnement et au développement durable dès les années 90 (i.e. Sommet de la terre en 1992 et Protocole de Kyoto en 1997). Plus récemment, les scandales financiers ont ramené le débat social vers les enjeux de l'éthique des affaires et de la gouvernance (i.e. Loi Sarbanes-Oxley en 2002⁹). Ce changement des enjeux prioritaires des parties prenantes, particulièrement les perceptions et les préférences, entraînent, selon Hillman et Keim (2001) et Bird et *al.* (2007), une variation de l'intensité de la relation entre la PS et la PF. Également, les préférences du marché pour certaines dimensions de la RSE semblent changer à travers le temps, modifiant ainsi la nature de cette relation (Barnett et Salomon, 2006; Bird et *al.*, 2007). D'ailleurs, Barnett et Salomon (2006) avancent que plus un enjeu social ou environnemental devient saillant et populaire, plus son impact financier est important.

Le caractère dynamique et évolutif du concept de la RSE s'oppose à une relation stable à travers le temps. Par conséquent, les relations mises en évidence précédemment ne peuvent être extrapolées automatiquement ni généralisées à d'autres périodes (Heremans et *al.*, 1993; Hart et Ahuja, 1996). Afin d'obtenir une interprétation adéquate des résultats antérieurs, il devient nécessaire de voir dans quelle mesure les conclusions obtenues sont contingentes au facteur temps. Pour ce faire, il serait intéressant d'apprécier l'impact sur la relation du choix de la période retenue, et ce, sur une longue période.

⁹ Loi sur la réforme de la comptabilité des sociétés cotées et de la protection des investisseurs.

Il n'existe pas à l'heure actuelle de définition universelle ni de consensus quant à la mesure de la PS. Les enjeux entourant le concept de la RSE, qui sont devenus de plus en plus grands, se sont traduits par une multiplication des mesures de la PS. Ces mesures varient tant sur le plan conceptuel que sur le plan opérationnel. Les études réalisées jusque-là évaluent la PS par diverses mesures, incluant les indices de pollution (Bowman et Haire, 1975; Bragdon et Marlin, 1972), les indices de réputation (Cochran et Wood, 1984; Preston et O'Bannon, 1997), le montant des donations charitables (Seifert et *al.*, 2004; Brammer et Millington, 2008; Wang et *al.*, 2008), le score environnemental (Lankoski, 2000; Wagner, 2005) et les mesures d'organismes de notation spécialisés (Hart et Ahuja, 1996; Russo et Fouts, 1997; Waddock et Graves, 1997; McWilliams et Siegel, 2000; Nelling et Webb, 2008; Surroca et *al.*, 2010). La diversité de ces mesures pose un problème sur le plan de la comparabilité et de la généralisation des résultats. Certaines mesures utilisées dans les premières études ne seraient plus appropriées pour évaluer les pratiques sociales actuelles, d'autres ne seraient plus justifiées théoriquement (Preston et O'Bannon, 1997) et d'autres encore ne mesureraient que partiellement la PS (Carroll, 2000). Ce manque d'uniformité des mesures de la PS est souvent évoqué comme première source de divergence des résultats des études antérieures (Aupperle et *al.*, 1985; Wood et Jones, 1995; Griffin et Mahon, 1997; Pelozo, 2009). Griffin et Mahon (1997), par exemple, examinent la relation entre la PS et la PF en utilisant quatre mesures différentes de PS, soit une notation sociale KLD, un indice environnemental – le *Toxics Release Inventory* (TRI) –, le classement de Fortune et la philanthropie. Parmi ces mesures, seulement les deux mesures perceptuelles, soit les indices KLD et Fortune, sont corrélées avec la PF. Cette divergence dans les résultats est également constatée avec des études qui utilisent la même mesure de PS, mais pour des périodes et des échantillons différents. Ainsi, Vance (1975) et Cochran et Wood (1984), qui utilisent l'indice de Moskowitz (1972), obtiennent des résultats opposés quant à l'impact de la PS sur la PF, et ce, respectivement sur les périodes de 1972-1975 (pour un échantillon de 19 entreprises) et de 1970-1979 (pour un échantillon de 39 entreprises).

Ce problème aurait pu être réglé avec l'émergence et l'utilisation accrue de l'indice de KLD. En fait, les mesures les plus récemment utilisées dans la littérature sont celles qui sont dérivées de la base de données de l'agence de notation KLD¹⁰. La base de données KLD fournit des notations pour 13 dimensions de la PS, dont 7 sont relatives aux parties prenantes clés, à savoir la communauté, la diversité, les droits humains, la relation avec les employés, la gouvernance, l'environnement et le produit. L'indice KLD apprécie pour chacune de ces dimensions, mesurées par plusieurs indicateurs, les forces et les faiblesses. Les 6 dimensions restantes constituent une série de critères d'exclusion (*negative screening*) qui donne seulement lieu à des indicateurs de faiblesses. Ces dimensions relatives aux activités controversées sont l'alcool, le jeu, le tabac, les armes à feu, le militaire et le nucléaire. L'agence de notation KLD, considérée comme pionnière dans ce domaine, a contribué à l'accroissement des travaux empiriques examinant la relation entre la PS et la PF grâce à la disponibilité de bases de données à large couverture (Waddock, 2003; Carroll et Shabana, 2010)¹¹.

Parmi ces études, on constate également une disparité quant à la construction de la mesure de la PS. D'ailleurs, dans la majorité des articles de référence qui utilisent comme mesure de PS l'indice KLD, plusieurs *proxies* ont été avancés (Waddock et Graves, 1997; Hillman et Keim, 2001; Becchetti et al. 2007; Callan et Thomas, 2009; Choi et Wang, 2009; Wang et Choi, 2010). Certains travaux ont utilisé directement la mesure agrégée de KLD, telle qu'elle a été conçue dans la base de données (Griffin et Mahon, 1997; Berman et al., 1999; Choi et Wang, 2009; Wang et Choi, 2010). D'autres études ont procédé à la pondération des dimensions de KLD (Graves et Waddock, 1994; 1997; Ruf et al., 1998) ou encore à la modélisation des activités en RSE comme un ensemble hétérogène (Hillman et Keim, 2001; Mattingly et Berman, 2006; Bird et al. 2007; Callan et Thomas, 2009; Ioannou et Serafeim, 2010). Les résultats obtenus par l'une ou l'autre de ces mesures, pourtant dérivées de la même base de données, s'avèrent mitigés.

¹⁰ On peut citer Waddock et Graves (1997), McWilliams et Siegel (2000), Seifert et al. (2004), Nelling et Webb (2009), Surroca et al. (2010) et Wang et Choi (2010).

¹¹ Dans la littérature en RSE, Chen et Delmas (2010) comptent 43 articles utilisant une mesure de PS dérivée de la base de données KLD et publiés principalement dans les journaux de *Business Ethics*, *Business and Society* et *Academy of Management Journal*.

Ainsi, par exemple, Guerard (1997), Berman et *al.* (1999) et Waddock et Graves (1997) obtiennent des relations respectivement neutre, mixte et positive. Cette disparité est également constatée dans la même étude entre certaines dimensions de l'indice KLD. Hillman et Keim (2001), par exemple, valident un impact positif de la dimension « relation avec la communauté » sur la PF. En revanche, les dimensions relatives à l'environnement, au produit, à l'employé et à la diversité n'affectent pas la PF. Bird et *al.* (2007), quant à eux, valident une relation positive seulement avec les dimensions relatives aux relations avec les employés et à l'environnement.

Face à la sensibilité des conclusions à la mesure de la PS, il devient nécessaire de tester son caractère contingent qui semble jouer un rôle modérateur sur la relation. Par ailleurs, cet argument lié au choix de la mesure de la PS n'explique que partiellement la divergence des résultats. En effet, la multiplication des agences de notations et la disponibilité de l'information sociale et environnementale ont grandement participé à développer des mesures de PS évoluant au gré de la progression des enjeux de la RSE. C'est le cas, par exemple, avec la mesure de la PS telle qu'elle a été évaluée par l'agence de notation KLD qui, au fil des années, a ajouté (supprimé) des indicateurs relatifs à des enjeux sociaux et environnementaux nouveaux (dépassés). Dès lors, il serait intéressant d'analyser l'effet combiné du choix de la mesure de la PS et de la période d'étude retenue sur la relation. L'appréciation de la sensibilité de la relation au choix de la mesure de la PS sur une longue période permettrait non seulement de démontrer la pertinence de ces facteurs dans l'explication de la disparité des résultats, mais également de mettre en évidence leurs effets joints.

L'absence de consensus peut aussi être induite par le choix de la mesure de la PF. En effet, deux principales catégories de mesures ont été utilisées, à savoir les mesures comptables et les mesures de marché. Chacune de ces mesures considère des aspects différents de la performance. Les mesures comptables, plus souvent utilisées dans les études, focalisent sur des aspects historiques de la performance (McGuire et *al.*, 1988; Freeman et Jaggi, 1992; Waddock et Graves, 1997; Preston et O'Bannon, 1997; Simpson et Kohers, 2002; Nelling et Webb, 2009; Lin et *al.*, 2009; Mishra et Suar, 2010), tandis que les mesures de marché reflètent plutôt la perception des investisseurs quant à la santé financière future de l'entreprise (Klassen et McLaughlin, 1996; Jones et Murrell, 2001; Brammer et *al.*, 2006;

Callan et Thomas, 2009; Castro-Garcia, 2008). Au sein même de ces deux catégories, divers indices ont été utilisés, représentant des perspectives différentes dans la mesure de la PF¹². Griffin et Mahon (1997) distinguent 80 indicateurs de PF dont 57 qui n'ont été utilisés qu'une seule fois. D'une part, cette diversité ne permet pas de vérifier la fiabilité et la validité de ces mesures, et d'autre part, elle limite la portée de la comparaison des résultats. Au regard des études recensées par Orlitsky et *al.* (2003), il s'avère que les mesures de PS sont plus fortement corrélées aux mesures comptables qu'aux mesures de marché. Cette multiplicité de mesures a amené certaines études à retenir plusieurs indicateurs de PF. À partir du même échantillon, ces études mettent en évidence une sensibilité de la relation en fonction de la mesure de la PF. Aussi, McGuire et *al.* (1988), par exemple, montrent que le ROA et les actifs totaux sont positivement corrélés avec la PS, mais que la croissance des bénéfices l'est négativement. Waddock et Graves (1997), quant à eux, obtiennent un impact positif de la PS sur la PF, en utilisant le ROA. Toutefois, cet impact devient non significatif lorsque la PF est mesurée par le ROE. En utilisant quatre indicateurs de PF, Callan et Thomas (2009) obtiennent une relation positive significative avec, respectivement, le ROA, le ROS et le Q de Tobin, mais un lien non significatif avec le ROE. Castro-Garcia (2008) trouve une relation neutre entre la PS et la PF mesurée par le ROA, le ROE et le Q de Tobin, mais négative avec la valeur ajoutée boursière. Ces récentes études montrent la sensibilité des conclusions au choix de la mesure de la PF. Cette situation ne permet pas de synthétiser ni d'interpréter les résultats antérieurs afin d'en tirer des enseignements sur la nature de la relation. L'examen de l'impact du choix de la mesure de la PF sur la nature de la relation permettrait de vérifier si les conclusions obtenues sont fiables et robustes ou si elles sont plutôt dépendantes de la mesure retenue. Bien que dans une certaine mesure ces derniers travaux mettent en évidence l'effet du choix de la PF, l'effet combiné avec d'autres facteurs méthodologiques n'a jamais été validé.

¹² Dans le cas des mesures comptables, on distingue des mesures de profitabilité (i.e. ROA, ROE), d'autres de l'utilisation de l'actif (i.e. total des actifs, âge des actifs), d'autres encore de croissance (i.e. croissance des ventes, croissance du chiffre des actifs). Pour les mesures de marché, on trouve entre autres le rendement du marché, le bêta et la variation du cours des actions.

Dans la littérature, on évoque également les problèmes liés au choix de l'échantillon comme autre source de divergence entre les résultats (Cochran et Wood, 1984; Herremans, 1993; Ruf et *al.*, 2001; Margolis et Walsh, 2003; Allouche et Laroche, 2005; Gracia-Castro, 2010). En fait, une bonne partie des recherches antérieures, particulièrement les moins récentes, utilisent des échantillons de petite taille, ce qui affecte la robustesse des résultats obtenus. Parmi les 52 études recensées par Orlitsky et *al.* (2003), 22 reposent sur des échantillons de moins de 30 entreprises. Par exemple, l'étude de Griffin et Mahon (1997) porte sur un échantillon de 7 entreprises, celle de Graves et Waddock (2000) repose sur 22 entreprises et celle de Moore (2001) sur 8 entreprises. Cette limite par rapport à la taille des échantillons rend impossible la généralisation des conclusions de ces études. Dans ce contexte, on peut s'interroger sur la portée des résultats de ces travaux.

Le manque de représentativité des échantillons retenus peut aussi être invoqué comme argument pour la disparité des conclusions. Les résultats obtenus à partir d'échantillons qui intègrent les plus grandes entreprises (Mc Guire et *al.*, 1988; Preston et O'Bannon, 1997; Stanwick et Stanwick, 1998), les plus admirées (Jones et Murrell, 2001; Verschoor et Murphy, 2002; Seifert et *al.*, 2004; Parvez et *al.*, 2005) ou même les entreprises les plus polluantes (Bragdon et Marlin, 1972; Chen et Melcalf, 1980; Freedman et Jaggi, 1992; Wagner, 2005) ne peuvent pas être généralisables. Margolis et Walsh (2003) remarquent que plus de la moitié des 122 études recensées portent sur des entreprises de ce type. Or, ces entreprises qui font face à plus de pression ont un comportement bien spécifique qui ne peut être extrapolé aux autres entreprises. Freedman et Jaggi (1982), par exemple, montrent que l'impact de la performance environnementale sur la PF, qui est non significatif pour l'échantillon total, devient négatif pour le sous-échantillon constitué seulement de grandes entreprises. Le problème de représentativité de l'échantillon est également présent dans la base de données KLD qui, durant les années 90, ne couvrait que les entreprises de l'indice S&P 500 et celles de l'indice DSI 400. Ce manque de représentativité des échantillons conduit à des distributions spécifiques qui peuvent biaiser les estimations et remettre en cause la validité externe des résultats.

Un autre point qui peut être soulevé sur le plan de la composition de l'échantillon est le secteur d'activité. Bien que certains travaux avancent que le secteur activité est un facteur qui conditionne la relation entre la PS et la PF (Matten et Moon, 2008; Rowley et Berman, 2000), la majorité des recherches existantes se sont déjà basées sur des données intersectorielles. Ces études supposent implicitement que la relation entre la PS et la PF est homogène à travers les industries. Or, les résultats obtenus à partir de ces données peuvent masquer les effets spécifiques de l'industrie. En fait, les pressions internes et externes telles que la configuration des parties prenantes, le degré d'activisme et la réglementation permettent de définir des intérêts sociaux qui sont supposés être les mêmes dans une seule industrie. Ainsi, en raison du caractère contingent du concept de la RSE, le fait de conduire des recherches portant sur plusieurs secteurs d'activité semble inapproprié (Wokutch et Spencer, 1997). D'ailleurs, Siegel et Vitaliano (2007) montrent que les caractéristiques industrielles distinctes telles que le niveau de croissance (Russo et Fouts, 1997), le degré de différenciation (Hull et Rothenberg, 2008) ou encore le degré de dynamisme (Elsayed et Paton, 2009) sont des conducteurs majeurs de coûts et de revenus pour l'entreprise qui intègre stratégiquement la RSE dans son modèle d'affaire. Bien que plusieurs écrits suggèrent l'importance d'analyser la relation dans le cadre d'une seule industrie (Hart, 1995; Griffin et Mahon, 1997; Barnett, 2007; Godfrey et Hatch, 2007), peu de recherches ont été menées dans ce sens (Griffin et Mahon, 1997; Moore, 2001; Simpson et Kohers, 2002).

En somme, la sensibilité des résultats à la taille et à la composition de l'échantillon nous appelle à considérer ces facteurs lors de l'examen de la relation. Conduire des études dans le cadre d'une seule industrie ou d'industries ayant les mêmes caractéristiques semble nécessaire et permettrait une meilleure compréhension de la nature de l'interaction entre la PS et la PF.

La divergence des conclusions a également été attribuée à la diversité des techniques statistiques utilisées pour capturer une relation qui semble être complexe et contingentée aux facteurs spécifiques à l'entreprise et à son environnement. Les modèles communément utilisés sont affectés par un certain nombre de limites. Par exemple, les analyses de corrélation (Vance, 1975; Mc Guire et *al.*, 1988) ou encore les tests de comparaison de moyennes (Bowman et Haire, 1975; Stanwick et Stanwick, 2000) ne permettent pas de

considérer l'effet de certains facteurs susceptibles d'affecter la relation. Bien que mieux adaptées, les analyses multivariées, proposent tellement de variables de contrôle qu'il devient impossible de comparer ces travaux. Le plus souvent, le dispositif choisi pour les analyses multivariées aussi bien en coupe transversale (Waddock et Graves, 1997; McWilliams et Siegel, 2000) qu'en coupe longitudinale (Ruf et *al.*, 2001; Murray et *al.*, 2006), ou encore pour les analyses sur données de *panel* (Nelling et Webb, 2008; Garcia-Castro et *al.*, 2008) reposent sur l'hypothèse implicite d'un impact linéaire de la PS sur la PF. De façon générale, les résultats obtenus par l'une ou l'autre des techniques demeurent divergents. Cette disparité des résultats a été attribuée par certains auteurs aux limites des méthodes linéaires (Barnett et Salomon, 2006; Bouquet et Deutsch, 2008; Lankoski, 2008; Brammer et Millington, 2008; Elsayed et Paton, 2009). Ces travaux remettent en question l'hypothèse d'une relation monotone entre la PS et la PF et considèrent les méthodologies linéaires utilisées inappropriées à la nature plus complexe de la relation (Moore, 2001; Maron, 2006; Lankoski, 2008; Brammer et Millington, 2008; Callan et Thomas, 2009; Manescu et Starica, 2009). Par ailleurs, les résultats des rares travaux (Callan et Thomas, 2009; Manescu et Starica, 2009; Barnett et Salomon, 2006; 2012) qui ont examiné la relation en relâchant l'hypothèse de linéarité sont mitigés.

Face à cette divergence, on peut se demander si l'hétérogénéité dans les résultats est attribuée à la disparité des techniques utilisées pour estimer la relation ou si elle reflète plutôt l'incapacité des méthodes adoptées de capturer l'impact financier de la PS.

Cette analyse de la littérature synthétise les divergences des facteurs méthodologiques employés dans les recherches antérieures. Les raisons pour lesquelles on ne peut arriver à une relation stable et systématique entre la PS et la PF semblent claires. Par conséquent, il devient important de dépasser le simple recensement des recherches et de parvenir à expliquer et à apprécier cette divergence. L'utilisation de différents processus de recherche rend difficile le développement d'un mécanisme de contrôle pour valider et comparer les travaux existants (Griffin et Mahon, 1997). De plus, étant donné l'impact éventuel des facteurs méthodologiques sur les conclusions obtenues, Orlitzky et *al.* (2003) et Wu (2006) suggèrent qu'ils doivent être soigneusement examinés. Même si quelques études ont permis de constater l'effet de certains facteurs méthodologiques sur la relation, il est à noter que ces

facteurs étaient pris de façon individuelle et que l'effet conjoint n'a jamais été testé. Afin de mettre en évidence l'impact des facteurs de divergence soulevés dans la littérature, nous proposons nos hypothèses de recherche dans la section suivante.

1.3. Hypothèses de recherche

Le développement des hypothèses de recherche est basé sur les arguments avancés dans la littérature pour expliquer l'hétérogénéité des résultats. Principalement, cinq facteurs méthodologiques peuvent intervenir dans la relation.

Les caractéristiques uniques et dynamiques des entreprises et de leurs environnements justifient la non-stabilité de la relation à travers le temps. Comme le fait ressortir la recension des écrits, le concept de la RSE n'a cessé d'évoluer, induisant des changements sur le plan des attributs et attentes des parties prenantes, des préférences du marché et de l'internalisation des enjeux sociaux et environnementaux par les entreprises. En fait, le perfectionnement des outils de *management* en RSE et la progression des entreprises sur la courbe d'apprentissage traduisent une certaine maturité acquise dans ce domaine et laissent entendre une évolution dans le temps de la relation entre la PS et la PF. Dans ce contexte dynamique, il convient donc de valider l'effet de la dimension temporelle sur la relation entre PS et PF en testant :

H1 : L'impact de la PS sur la PF varie en fonction de la période retenue.

L'accroissement des enjeux entourant le concept de la RSE s'est traduit par une multiplication des mesures de la PS. Ces mesures varient fortement d'une étude à l'autre et peuvent expliquer la disparité constatée dans les conclusions des études antérieures. En effet, les travaux qui se sont intéressés à une ou à quelques composantes de la RSE, comme l'indice de pollution ou les donations charitables, ne pourraient certainement pas obtenir le même impact financier que les recherches qui utilisent une mesure multidimensionnelle de la PS. Cette divergence dans les résultats semble être présente, même avec des mesures basées sur la même définition conceptuelle de la PS. En effet, on peut constater que les résultats des travaux qui utilisent des mesures dérivées de la base de données KLD varient en fonction des

systèmes de pondération des différentes dimensions. En l'absence d'un consensus sur la mesure de la PS, il est important de s'interroger sur l'impact du choix de cette mesure sur la nature de la relation. À cet effet, nous proposons de tester l'hypothèse suivante :

H2 : L'impact de la PS sur la PF dépend du choix de la mesure de la PS.

La mesure de la PF est également un facteur qui peut affecter la nature de la relation entre la PS et la PF. Les indicateurs utilisés reflètent des perspectives distinctes dans l'évaluation de la PF et aboutissent à des implications théoriques différentes. Cette disparité peut ainsi conduire à des conclusions différentes à partir des données d'un même échantillon (Davidson et Worrell, 1990). Certains travaux font ressortir que l'impact de la PS est plus fort sur la performance comptable, comparativement à la performance boursière (Orlitsky et *al.*, 2003; Margolis et *al.*, 2007; Pelozo, 2009). Par ailleurs, des écarts entre les résultats sont constatés même pour les études qui utilisent des mesures reposant sur des données comptables. Orlitsky et *al.* (2003) suggèrent dans ce sens qu'il est important d'examiner l'effet modérateur de la mesure de la PF sur la relation. Afin de vérifier si la nature de la relation est affectée par le choix de la mesure de la PF, nous formulons l'hypothèse suivante :

H3 : L'impact de la PS sur la PF dépend du choix de la mesure de la PF.

L'analyse de la littérature fait ressortir le fait que les échantillons retenus diffèrent tant sur le plan de leur taille que sur le plan de leur composition. En effet, certains travaux de recherche portent sur des échantillons de petite taille, d'autres ont tendance à privilégier les entreprises extrêmes, soit les plus réputées ou les plus grandes, et d'autres encore reposent sur des données intersectorielles. Ces caractéristiques d'échantillonnage sont avancées pour expliquer la disparité constatée entre les conclusions des diverses recherches. D'ailleurs, plusieurs travaux mettent l'accent sur le rôle modérateur que peuvent jouer certains facteurs spécifiques à l'entreprise, entre autres, la taille et le secteur d'activité, sur la relation entre la PS et la PF (Barnett, 2007; Ioannou et Serafeim, 2010; Padgett et Galan, 2010). On ne peut donc s'attendre à une relation homogène à partir d'un échantillon d'entreprises de taille différente ou appartenant à des industries distinctes. Afin de tester empiriquement ce biais lié au choix de l'échantillon (i.e. taille et composition), nous proposons de tester l'hypothèse suivante:

H4 : L'impact de la PS sur la PF dépend du choix de l'échantillon.

Plusieurs méthodes statistiques ont été employées pour examiner l'impact de la PS sur la PF. Cette diversité des méthodes statistiques rend toute comparaison entre les résultats inappropriée. De plus, les méthodologies linéaires souvent utilisées ont suscité plusieurs critiques (Moore, 2001; Maron, 2006; Lankoski, 2008; Callan et Thomas, 2009; Manescu et Starica, 2009). Elles sont considérées comme inadaptées à la complexité de la relation qui n'est pas forcément linéaire. En même temps, les recherches qui ont adopté une approche méthodologique non linéaire n'ont pas obtenu des résultats consensuels quant à la nature de la relation. Il sera donc approprié de s'interroger sur la sensibilité de la relation entre la PS et la PF quant au choix d'une modélisation restrictive linéaire, d'où notre hypothèse :

H5 : L'impact de la PS sur la PF dépend du choix d'une modélisation linéaire.

Cette hypothèse nous permettra non seulement de valider empiriquement le biais lié au choix de l'approche méthodologique linéaire, mais également de tester une éventuelle non-linéarité de l'impact de la PS sur la PF.

1.4. Méthodologie de recherche

L'objectif de cette recherche est de vérifier si l'estimation de l'impact financier de la PS dépend des facteurs méthodologiques appliqués. Les différents facteurs évoqués dans les hypothèses vont être analysés dans le cadre d'une recherche expérimentale. Ce cadre d'analyse permettra d'apprécier aussi bien l'effet individuel de chacun de ces facteurs que leurs effets joints sur la relation. Afin d'ancrer notre recherche dans la littérature existante et d'identifier les facteurs méthodologiques dont pourrait dépendre la relation, nous répliquons l'étude de Waddock et Graves (1997), soit l'étude la plus citée dans la littérature sur la relation entre la PS et la PF. À titre illustratif et d'après *Google Scholar*, cet article a été cité 1581 fois comparativement à Orlitzky et al. (2003) et McWilliams et Siegel (2001), cités respectivement 1487 fois et 1353 fois. Également, d'après *Scopus*, Waddock et Graves (1997) ont été cités 545 fois comparativement à 508 fois et 476 fois pour McWilliams et Siegel (2001) et Orlitzky et al. (2003).

Les mêmes critères méthodologiques ont été utilisés, soit les mêmes mesures de PS et de PF, le même modèle, la même période et un échantillon de taille comparable. Cette étape principale dans notre démarche constitue un point de référence pour les phases d'expérimentation suivantes. À travers des mises en situation contrôlées, nous modifions tour à tour les mesures de PS et de PF, la composition de l'échantillon, la période d'étude et la méthode d'analyse des données, et ce, en vue de tester chacune de nos hypothèses. En effectuant cette série de tests, nous avons pu capturer non seulement la sensibilité du modèle face à chacun de ces changements pris individuellement, mais aussi en combinaison avec d'autres.

Cet exercice expérimental permettra d'apprécier dans quelle mesure la nature de la relation estimée entre la PS et la PF est contingente aux facteurs méthodologiques appliqués. Notamment, cela permettra de mettre en avant les effets aussi bien individuels que combinés de ces facteurs. Nous proposons ainsi une évaluation critique et actuelle de la relation entre la PS et la PF, et ce, en utilisant une période d'étude plus large et une approche méthodologique validant les suggestions de la littérature la plus récente. Dans ce qui suit, nous présentons les données, l'échantillon retenu, l'approche méthodologique ainsi que la spécification du modèle.

1.4.1. Description des données et de l'échantillon

Afin de tester nos hypothèses, deux bases de données ont été fusionnées. Les données financières proviennent de la base de données *Research Insight Compustat* et les données sociales ont été développées par l'agence de notation *KLD Research & Analytics Inc*¹³, organisme indépendant fournissant de l'information à caractère extrafinancier.

Cette base de données, qui fournit chaque année une évaluation de la PS pour environ 650 entreprises (principalement américaines) depuis 1991 a dépassé, depuis 2003, la barre des 3000 entreprises notées. KLD évalue la PS de l'entreprise selon 13 dimensions classées en critères d'évaluation et en critères d'exclusion. Les critères d'évaluation concernent 7

¹³ Connue maintenant sous le nom de MSCI ESG STATS.

domaines d'enjeux qualitatifs relatifs (1) aux employés, (2) à la communauté, (3) aux produits, (4) à la diversité, (5) à la gouvernance¹⁴, (6) aux droits humains¹⁵ et (7) à l'environnement. Ces différentes dimensions sont évaluées selon plusieurs indicateurs et sont ensuite synthétisés en forces (*Strengths*) et en faiblesses (*concerns*). Les critères d'exclusion listent 6 domaines d'activités controversées que sont (1) l'alcool, (2) le tabac, (3) le jeu, (4) les armes à feu, (5) les contrats milliaires et (6) le secteur nucléaire. Ces critères sont également exprimés en fonction de plusieurs indicateurs qui sont évalués seulement en termes de faiblesses (*concerns*).

La notation de KLD a évolué non seulement en évaluant un nombre sans cesse croissant d'entreprises mais également en ajoutant ou en éliminant certains enjeux, tenant ainsi compte du caractère évolutif de la RSE. À titre illustratif, on retrouve l'investissement en Afrique du Sud, indicateur de la dimension « droits humains » qui a été éliminé en 1995 après l'abolition de l'Apartheid, ou encore l'ajout, à partir 1999, de l'indicateur du changement climatique relatif à la dimension « environnement » qui montre l'importance de cet enjeu dans les discussions récentes sur la RSE.

Enfin, la multidimensionnalité de la base de données lui confère la meilleure place dans le domaine de la recherche en RSE (Wood et Jones, 1995; Waddock, 2003). Malgré son caractère subjectif, KLD propose une mesure qui a gagné en légitimité dans la littérature académique (Chatterji et al., 2009; Chan, 2006; Hillman et Keim, 2001; Sharfman, 1996; Waddock et Graves, 1997)¹⁶. KLD est d'ailleurs considérée comme la source d'information la plus complète et la plus utilisée dans la recherche en RSE (Waddock, 2003; Carroll et Shabana, 2010). En fait, la majorité des travaux, notamment les plus récents, utilisent souvent KLD comme source de données (Waddock et Graves, 1997; Griffin et Mahon, 1997; Berman

¹⁴ Appelée « autres activités » avant 2002

¹⁵ Appelée « activités hors Etats-Unis » avant 2002

¹⁶ En effet, Sharfman (1996) a testé la validité de l'indice KLD en comparant cette mesure avec d'autres et a conclu qu'elle est considérée jusqu'à maintenant comme l'une des meilleures mesures disponibles de la PS. Selon Chan (2006), l'indice KLD offre plus d'objectivité que les mesures de la PS basée sur les données de l'enquête Fortune. Par rapport à d'autres bases de données alternatives, KLD ne souffre pas de l'effet *halo* (Fryxell et Wang, 1994). En effet, cette base de données n'inclut aucun critère d'évaluation financière et évite donc le risque de redondance dont souffrent certains indices de réputation. En outre, la structure multicatégoriques de la base de données a apporté aux chercheurs une certaine flexibilité dans les recherches empiriques. Bien que la base de données ne reflète pas toutes les informations disponibles sur la gestion des parties prenantes et de la PS, Chatterji et al. (2009) affirment qu'elle demeure un bon prédicteur de mesures plus étroites, telles que la conformité aux règlements environnementaux.

et *al.*, 1999; McWilliams et Siegel, 2001; Mattingly et Berman, 2006; Bird et *al.*, 2007; Bouquet et Deutsch, 2007; Nelling et Webb, 2008; Garcia-Castro et *al.*, 2008; Baron et *al.*, 2009; Choi et Wang, 2009; Ioannou et Serafeim, 2010; Gracia-Castro et *al.*, 2010; Wang et Choi, 2010).

L'échantillon retenu aux fins de cette étude a été sélectionné à partir de la base de données KLD. L'intersection entre cette base de données et celle de *Compustat*, relative aux données financières et comptables, nous a permis de constituer, dans un premier temps, l'échantillon initial¹⁷. L'échantillon ainsi constitué compte 647 entreprises pour l'année 1991 et atteint 2937 entreprises pour l'année 2007. Nous avons ensuite éliminé toutes les entreprises qui ont fusionné ou qui ont été acquises durant cette période. Cette étape est importante puisque la cote attribuée l'année de la fusion ne reflète que la PS de l'une des entreprises. Enfin, nous avons retiré les entreprises ayant des fonds propres négatifs puisqu'ils peuvent affecter une des mesures de risque que nous utilisons, à savoir le ratio d'endettement, biaisant ainsi l'interprétation d'autres mesures. Après avoir retiré 123 observations en 1991 et 500 observations en 2007, notre échantillon final compte 524 entreprises en 1991 et 2437 en 2007. À partir de cet échantillon non équilibré, deux autres échantillons ont été nécessaires pour tester l'hypothèse 2.

Le premier est un échantillon équilibré de 240 entreprises qui n'est composé que des entreprises présentes sur toute la période de 1991-2007. Le deuxième échantillon est constitué d'entreprises appartenant aux industries polluantes. Pour identifier les secteurs d'activités qualifiés de « *dirty* », nous avons adopté la classification de Mani et Weeler (1998)¹⁸. Cette classification nous a permis de bâtir un échantillon de 109 observations en 1991 et de 216 en 2007.

¹⁷ Cette opération a été effectuée en utilisant, comme critères de fusion, le CUSIP et le *Ticker*.

¹⁸ La classification des industries polluantes, selon le SIC code 3-digit, comprend : (1) 371 - Iron and Steel, (2) 372 - Non-Ferrous Metals, (3) 351 - Industrial Chemicals, (4) 353 - Petroleum Refineries, (5) 369 - Non-Metallic Min., (6) 341 - Pulp and Paper, (7) 352 - Other Chemicals, (8) 355 - Rubber Products, (9) 323 - Leather Products et (10) 381 - Metal Products.

1.4.2. Approche méthodologique

L'approche méthodologique adoptée dans le cadre de cette étude repose sur six étapes. Dans un premier temps, nous avons reproduit l'étude de Waddock et Graves (1997), et ce, en utilisant les mêmes mesures de la PS et de la PF, la même méthodologie, les mêmes variables de contrôle et la même période d'étude. Nous répliquons cette étude afin de vérifier dans un premier temps la « reproductibilité » des conclusions de l'étude la plus citée choisie comme référence dans cette recherche. Les résultats de cette étape représentent ainsi nos résultats initiaux qui serviront de références aux tests d'hypothèses.

Pour tester l'hypothèse 1, nous étendons dans un deuxième temps, la période d'étude de Waddock et Graves (1997) aux années 1992 à 2007. Ainsi, en contrôlant la composition de l'échantillon et le modèle de régression utilisé pour les mesures de PS et de PF, nous vérifions la stabilité des résultats initiaux à travers le temps.

Dans un troisième temps, nous testons l'hypothèse 2 en relâchant la contrainte sur la mesure de la PS. Dans cette analyse, nous optons pour une mesure multidimensionnelle publique de plus en plus utilisée dans les recherches (Mattingly et Berman, 2006; Becchetti et al., 2007; Callan et Thomas, 2009; Choi et Wang, 2009; Wang et Choi, 2010), à savoir l'indice KLD équilibré. Cet indice adopte la même définition conceptuelle que la mesure qui a été utilisée par Waddock et Graves (1997). Toutefois, il attribue des poids égaux aux différentes dimensions de KLD.

Dans un quatrième temps, ce même protocole expérimental est appliqué pour mettre en évidence l'impact du choix de la mesure de PF sur la relation, ce qui constitue le test de l'hypothèse 3. Deux catégories de mesure de PF ont été utilisées : des mesures comptables (i.e. ROA, ROE et ROS) et une mesure de marché (i.e. rendement total). La comparaison des résultats obtenus avec chacune de ces mesures, toutes choses étant égales par ailleurs, a permis de mettre en évidence l'impact du choix de la mesure de la PF sur la relation entre la PS et la PF.

Dans un cinquième temps, en relâchant la contrainte de la composition de l'échantillon, nous vérifions si les résultats de Waddock et Graves (1997) sont généralisables à d'autres contextes. Deux échantillons sont retenus pour tester l'hypothèse 4. Le premier est un échantillon composé des mêmes 240 entreprises, et ce, de 1991 à 2007. Cet échantillon balancé est comparable à celui de Waddock et Graves (1997) au niveau de la composition intersectorielle. Toutefois, il diffère au niveau de la taille. Le deuxième est un échantillon comprenant des entreprises appartenant à un secteur d'activité spécifique. Cet échantillon est constitué seulement d'entreprises appartenant aux industries polluantes. Les analyses portées sur ces différents échantillons nous ont permis de tester la sensibilité de la relation aux choix de l'échantillon tant sur le plan de la taille que de la composition.

Enfin, en vue de tester l'hypothèse 5 relative à la sensibilité de la relation au choix du modèle, nous avons comparé les résultats du modèle linéaire de Waddock et Graves (1997) à ceux d'un modèle linéaire alternatif, et ce, en contrôlant les autres composantes méthodologiques. Le modèle alternatif permet de capturer la relation au niveau des valeurs extrêmes de la PS. L'apport des résultats obtenus dans cette étape est double. Non seulement, il permet de tester l'hypothèse 5, mais il permet aussi de capturer le changement de comportement de la relation à différents niveaux de PS, ce qui nous amène indirectement à valider la non-linéarité de la relation.

1.4.3. Mesures

1.4.3.1. Variables dépendantes

À l'instar de Waddock et Graves (1997), nous retenons trois mesures comptables pour opérationnaliser la PF, à savoir la rentabilité des actifs (ROA), la rentabilité des fonds propres (ROE) et la rentabilité des ventes (ROS). Ces différentes mesures sont souvent utilisées dans la littérature portant sur la relation entre la PS et la PF (Preston et O'Bannon, 1997; Simpson et Kohers, 2002; Tsoutsoura, 2004; Nelling et Webb, 2009; Mishra et Suar, 2010; Kapoor et Sandhu, 2010). D'autres travaux ont quant à eux recours aux informations boursières pour évaluer la PF (McGuire et *al.*, 1988; Graves et Waddock, 1999; Seifert et *al.*, 2003; 2004;

Brammer et al., 2006; Nelling et Webb, 2008). Ainsi, à des fins de comparaison, nous avons complété la série des indicateurs comptables de Waddock et Graves (2007) en considérant une mesure de marché, soit le rendement annuel du titre sur le marché financier.

1.4.3.2. Variables indépendantes

Deux mesures de PS, dérivées de la base de données KLD, ont été considérées. La première est la réplique de la mesure pondérée de Waddock et Graves (1997). Cette dernière est constituée de huit dimensions dont les pondérations se présentent comme suit : (.168) pour la relation avec les employés, (.154) pour le produit, (.148) pour la relation avec les communautés, (.142) pour l'environnement, (.136) pour le traitement des femmes et des minorités, (.089) pour le pouvoir nucléaire et les contrats militaires et (.076) pour l'investissement en Afrique du Sud. Ainsi, à l'instar de Waddock et Graves (1997), la PS moyenne pondérée pour chaque entreprise est calculée comme suit :

$$PS_i = \frac{1}{8} \sum_{i=1}^8 \left(.168 * Emp_i + .154 * Pro_i + .148 * Com_i + .142 * Env_i + .136 * Div_i \right. \\ \left. + .076 * Hum_i + .089 * Nuc_i + .086 * Mil_i \right) \quad (1)$$

La deuxième mesure de PS est une mesure alternative correspondant à une moyenne agrégée et équipondérée des 13 dimensions de KLD. En fait, le score de chaque dimension est obtenu en soustrayant de la somme des forces (*Strengths*) la somme des faiblesses (*Concerns*). La PS moyenne équipondérée pour chaque entreprise est calculée comme suit :

$$PS_i = \frac{1}{13} \sum_{i=1}^{13} \left(Com_i + Div_i + Gov_i + Hum_i + Emp_i + Env_i + Pro_i + Alc_i \right) \\ \left(+ Arm_i + Jeu_i + Mil_i + Nuc_i + Tab_i \right) \quad (2)$$

Avec *Com* : communauté, *Div* : diversité, *Gov* : gouvernance, *Hum* : droit humain, *Emp* : employé, *Env* : environnement, *Pro* : produit, *Alc* : alcool, *Arm* : Armes à feu, *Jeu* : jeux, *Mil* : militaire, *Nuc* : Nucléaire et *Tab* : tabac.

1.4.3.3. Variables de contrôle

Nous avons pris en compte dans cette étude les variables de contrôle considérées dans l'étude de Waddock et Graves (1997). Les auteurs ont examiné l'impact de la PS sur la PF en contrôlant la taille de l'entreprise, le niveau de risque ainsi que l'industrie. La taille, souvent considérée comme facteur affectant la relation entre la PS et la PF (Ullmann, 1985; Russo et Fouts, 1997; Simpson et Kohers, 2002; Wu, 2006; Berden et Gossling, 2008), est mesurée par l'actif total. Le risque, quant à lui, est mesuré par le levier financier, à savoir le ratio dette totale sur fonds propres. Certaines études ont d'ailleurs montré que le niveau du levier financier affecte la politique d'investissement dans les pratiques sociales (Jensen, 1986; Zyglidopoulos, 1999; Tsoutsoura, 2004; Choi et Wang, 2009; Kapoor et Sandhun, 2010). Afin d'éviter que les différences dans la PF de notre échantillon ne soient dues à la diversité des industries, des variables binaires sont introduites pour contrôler l'effet du secteur d'activité. Ces variables sont obtenues à partir de la description du code SIC primaire à 4 indices de la firme et nous permettent de distinguer 13 industries.

1.4.4. Spécification des modèles

Waddock et Graves (1997) proposent le modèle suivant :

$$PF_t = \alpha_0 + \alpha_1.PS_{t-1} + \alpha_2.T_{t-1} + \alpha_3.R_{t-1} + \alpha_4.I_{t-1} + \varepsilon_t \quad (1)$$

Où :

PF_t représente la PF à la date t;

PS_{t-1} : la PS à la date t-1;

T_{t-1} : la taille à la date t-1;

R_{t-1} : le risque à la date t-1;

I_{t-1} : l'industrie à la date t-1.

En utilisant une régression en coupe transversale, le modèle (1) permet de mesurer l'impact de la PS sur la PF pour l'année 1991. Cette même régression est estimée sur les périodes de 1992 à 2007 pour tester la stabilité de la relation à travers le temps. Ce modèle permet également d'apprécier un éventuel changement de comportement de la relation face à une modification de la mesure de PS (i.e. PS équipondérée) ou de la mesure de PF (i.e. mesure de marché). Ensuite, l'estimation du modèle de Waddock et Graves (1997) sur d'autres échantillons nous a amenée à reconnaître la capacité du modèle à fournir des résultats généralisables sur d'autres populations. Dans chacun de ces cas, nous testons empiriquement cette relation sur toutes les sous-périodes, soit de 1991 à 2007, ce qui permet encore une fois de rejeter l'hypothèse relative à la stabilité des résultats à travers le temps.

Afin de tester l'hypothèse 5 relative à l'impact du choix du dispositif méthodologique sur la relation, nous proposons le modèle linéaire alternatif suivant :

$$PF_t = \alpha_0 + \alpha_{11} \cdot \Pi_{PS \leq q_1} \cdot PS_{t-1} + \alpha_{12} \cdot \Pi_{PS \geq q_2} \cdot PS_{t-1} + \alpha_2 \cdot T_{t-1} + \alpha_3 \cdot R_{t-1} + \alpha_4 \cdot I_{t-1} + \varepsilon_t$$

(2)

Où:

Π définit la variable indicatrice;

q_1 : quantile à 25 %;

q_2 : quantile à 75 %.

La spécification (2) permet de mettre en évidence le comportement de la relation en ce qui concerne les valeurs extrêmes. L'estimation des coefficients α_{11} et α_{12} nous permet de capturer un effet non linéaire de la relation. En effet, si ces coefficients sont significativement différents, alors nous pourrions affirmer que la relation change de comportement en fonction des niveaux extrêmes de PS. Cela implique alors que l'impact de la PS sur la PF n'est pas constant. Dans le cas contraire, une relation linéaire entre la PS et la PF ne peut être rejetée, comme l'avancent Waddock et Graves (1997). La comparaison des résultats de l'estimation de ce modèle à ceux de Waddock et Graves (1997) nous permet d'ailleurs de constater dans

quelle mesure les résultats obtenus sont influencés par la méthode utilisée. Également, l'estimation de ce modèle sur les sous-périodes de 1991 à 2007 nous permet d'examiner la sensibilité de la relation à la période d'étude retenue.

1.5. Résultats

Les tableaux 1.1 et 1.2 représentent respectivement les statistiques descriptives et la matrice de corrélations pour les principales variables utilisées dans nos analyses pour l'année 1991. En moyenne, les entreprises affichent un score moyen positif pour les deux mesures de la PS. (i.e. $PS_{pond}=.046$ et $PS_{seq_pond}=.001$). Les trois mesures de PF montrent qu'en moyenne, les entreprises qui constituent notre échantillon sont rentables (i.e. $rend_annuel=.011$, $ROA=.052$ et $ROE=.096$) avec un niveau de risque moyen de 22,7 %. La PF évaluée par le ROE enregistre une plus grande variation comparativement aux deux autres mesures (i.e. 28,7 %).

Tableau 1.1: Statistiques descriptives pour l'année 1991

Variables	N	Moyenne	Écart-type	Minimum	Maximun
PSpond	524	.046	.288	-1.122	.774
PSeq_pond	524	.001	.175	-.750	.500
PSf	524	-.079	.171	-1.122	.000
PSe	524	.100	.187	.000	.774
Rend_annuel	524	.011	.025	-.065	.270
ROA	524	.052	.069	-.430	.463
ROE	524	.096	.287	-3.127	2.282
Lev	524	.227	.155	.000	.951
Taille	524	9623.935	23508.31	7.933	216922

Notes :

Le tableau 1.1 représente les statistiques descriptives des différentes variables utilisées pour un échantillon de 524 entreprises pour l'année 1991. PSpond est la réplique de la mesure de performance sociale pondérée de Waddock et Graves (1997). PSeq_pond est la mesure de performance sociale équipondérée calculée comme la moyenne agrégée des 13 dimensions de KLD. PSf est le score de la PS pondérée appartenant au quantile à 25%. PSe est le score de la PS pondérée appartenant au quantile à 75%. Rend_annuel est une mesure de marché qui correspond au rendement annuel du titre sur le marché financier. ROA est un indicateur comptable de PF, mesuré par le taux de rendement de l'actif. ROE est un indicateur comptable de la PF, mesuré par le taux de rendement des fonds propres. «Lev» est le levier financier mesuré par le ratio de la dette sur les fonds propres. «Taille» est mesurée par le total actif.

Les résultats de la matrice de corrélations montrent que les deux mesures de PS utilisées (i.e. pondérée et équipondérée) sont positivement corrélées aux mesures comptables de PF (i.e. ROA et ROE) et non corrélées avec la mesure de marché (i.e. rendement annuel). Pour les variables de contrôle, le signe de la corrélation dépend du type de mesure de PF. La variable de contrôle « Lev », mesurée par le levier financier, est négativement corrélée aux mesures comptables ROA et ROE et non corrélée avec la PF (mesurée par le rendement

annuel). Pour la variable de contrôle «taille», une corrélation négative est obtenue avec le ROA, alors qu'une absence de corrélation avec les variables ROE et rendement annuel est enregistrée. En somme, les résultats obtenus à partir de la matrice de corrélations sont comparables à ceux de l'étude de Waddock et Graves (1991) en ce qui concerne le signe des coefficients¹⁹.

Les résultats de la matrice de corrélations montrent également une corrélation positive entre les mesures comptables de PF et les niveaux de PS faibles (soit .125 avec ROA et .106 avec ROE), alors que la corrélation est non significative pour les niveaux de PS élevée. Cela implique que le degré de corrélation dépend du niveau de la PS. Cependant, lorsqu'on utilise le rendement annuel comme mesure de PF, la corrélation demeure non significative, quel que soit le niveau de PS.

Tableau 1.2 : Matrice de corrélations pour l'année 1991

Variabiles	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)
(1) PSpond	1								
(2) PSeq-pond	.966 ^{***}	1							
(3) PSf	.791 ^{***}	.791 ^{***}	1						
(4) PSe	.754 ^{***}	.696 ^{***}	.246 ^{***}	1					
(5) ROA	.095 ^{**}	.110 ^{**}	.125 ^{***}	.008	1				
(6) ROE	.092 ^{**}	.100 ^{**}	.106 ^{**}	.041	.721 ^{***}	1			
(7) Rend_annuel	-.002	-.001	.018	-.011	.006	.016	1		
(8) Lev	-.091 ^{**}	-.106 ^{**}	-.132 ^{***}	-.009	-.336 ^{***}	-.090 ^{**}	.006	1	
(9) Taille	-.019	-.071	-.165 ^{***}	.137 ^{***}	-.197 ^{***}	-.048	.036	.212 ^{***}	1

¹⁹ Aucun test de significativité sur les coefficients de la matrice de corrélation n'a été effectué par Waddock et Graves (1997).

Notes :

Le tableau 1.2 synthétise les coefficients de corrélations entre les différentes variables utilisées pour un échantillon de 524 entreprises pour l'année 1991. PSpond est la réplique de la mesure de performance sociale pondérée de Waddock et Graves (1997). PSeq_pond est la mesure de performance sociale équipondérée calculée comme la moyenne agrégée des 13 dimensions de KLD. PSf est le score de la PS pondérée appartenant au quantile à 25%. PSe est le score de la PS pondérée appartenant au quantile à 75%. Rend_annuel est une mesure de marché qui correspond au rendement annuel du titre sur le marché financier. ROA est un indicateur comptable de PF, mesuré par le taux de rendement de l'actif. ROE est un indicateur comptable de la PF, mesuré par le taux de rendement des fonds propres. «Lev» est le levier financier mesuré par le ratio de la dette sur les fonds propres. «Taille» est mesurée par le total actif.

Les résultats des analyses des régressions obtenus à partir du modèle 1 sont présentés au tableau 1.3. À l'instar des résultats de Waddock et Graves (1997), nos résultats pour l'année 1991 montrent que l'impact de la PS sur la PF, mesurée par le ROA (ROE), est significativement positif (non significatif). Nos résultats, similaires aussi bien sur le plan du signe que sur celui de la significativité du coefficient de la PS (soit .015 avec ROA et .060 avec ROE), confirment donc les résultats empiriques de Waddock et Graves (1997). Nos résultats prouvent que nous sommes en mesure de reproduire les mêmes résultats quant à l'impact de la PS sur la PF lorsqu'on utilise les mêmes mesures de la PS et de la PF, la même période d'étude, la même méthodologie linéaire et un échantillon auquel les conclusions de Waddock et Graves (1997) sont comparables. À partir de cette mise en situation contrôlée et afin de tester les différentes hypothèses énoncées, nous allons modifier tour à tour ces différents facteurs méthodologiques et apprécier leur impact sur la relation. Nous exposerons dans ce qui suit les résultats relatifs à chacune des hypothèses énoncées.

1.5.1. L'impact de la PS sur la PF dépend de la période d'étude

En relâchant la contrainte sur la période d'étude, nos résultats ne supportent plus les conclusions de Waddock et Graves (1997) sur chaque année entre 1992-2007 puisqu'elles sont spécifiques à la période retenue et qu'elles ne sont pas généralisables à d'autres périodes (tableau 1.3). Ainsi, en comparant l'impact de la PS sur la PF avec les différentes périodes allant de 1991 à 2007, nous remarquons que cette relation varie à travers le temps. Pour les périodes de 1991 à 1993, l'impact de la PS sur la PF est positif, corroborant d'autres travaux

pour les mêmes périodes (Griffin et Mahon, 1997; Turban et Greening, 1997; Ruf et *al.*, 2001; Russo et Fouts, 1997). Par la suite, la relation demeure non significative pour les périodes de 1994 à 1997. Sur des périodes plus récentes, soit de 2001 à 2007 (sauf pour l'année 2006), la relation est positive et significative. Ce résultat est confirmé dans les travaux de Siegel et Vitaliano (2007) et de Callan et Thomas (2009) qui valident un impact financier positif de la PS sur les périodes respectives de 2002 et de 2004. Selon Goll et Rasheed (2004), l'évolution dans le domaine de la RSE explique les résultats positifs des travaux récents, comparativement aux études antérieures.

Tableau 1.3: Coefficient de la PS de la régression en coupe transversale du modèle (1) (Échantillon non cylindré)

Variables Dépendantes		Mesure comptable : ROA		Mesure comptable : ROE		Mesure de marché : Rend_annuel	
Waddock et Graves (1997)		.024***		.081			
Années	N	Pspond	PSeq-pond	Pspond	PSeq-pond	Pspond	PSeq-pond
1991	524	.015*	.022 ⁺	.060	.081	-.001	-.002
1992	525	.016 ⁺	.022	.021	.018	-.025	-.033
1993	508	.015*	.020	.089*	.138*	-.000	-.003
1994	502	.011	.009	.026	.015	.005*	.006
1995	524	.012	-.004	-.260	-.321	.005*	.007
1996	528	-.002	-.005	-.017	.000	.004	.008 ⁺
1997	538	.009	.013	.063	.075	.008*	.010 ⁺
1998	539	.017**	.020 ⁺	.099*	.111	.145**	.175 ⁺
1999	557	.012 ⁺	.016	.223	.376	.001	.001
2000	582	.003	.008	.022	.042	-.000	.007
2001	1026	.055**	.065*	.120	.052	.005 ⁺	.008
2002	1048	.026***	.046**	.088*	.155*	-.002	-.006
2003	2755	.044***	.034*	.048	-.106	.024	.056
2004	2814	.039***	.011	.065	-.094	.000	-.004
2005	2773	.025***	.005	-.103	-.177	-.001	-.003
2006	2379	.007	-.017	-.420	-.829	-.006**	-.013**
2007	2437	.030*	.048*	-.865	-.758	.001	.003

Notes :

Le tableau 1.3 résume les résultats de l'estimation par MCO des modèles de régression en coupe transversale sur les périodes de 1991 à 2007. PSpond est la réplique de la mesure de performance sociale pondérée de Waddock et Graves (1997). PSeq_pond est la mesure de performance sociale équipondérée calculée comme la moyenne agrégée des 13 dimensions de KLD. ROA est un indicateur comptable de la PF, mesuré par le taux de rendement de l'actif. ROE est un indicateur comptable de la PF, mesuré par le taux de rendement des fonds propres. Rend_annuel est une mesure de marché qui correspond au rendement annuel du titre sur le marché financier. Les variables de contrôle comprennent : le risque comptable «Lev» mesuré par le levier financier, la taille «Taille» mesurée par l'actif total. Les variables de contrôle pour l'industrie sont identifiées selon la description du code SIC primaire à 4 indices de la firme. L'ensemble de ces variables de contrôle ne sont pas reportées.

*** significatif à 0.1% ($p \leq 0.001$); ** significatif à 1% ($p \leq 0.01$); * significatif à 5% ($p \leq 0.05$); + significatif à 10% ($p \leq 0.1$). N : nombre d'observations.

Ainsi, cette variation de la relation à travers le temps ne nous permet pas de rejeter l'hypothèse 1 qui supporte l'impact du choix de la période d'étude sur la relation entre la PS et la PF. Ce résultat rejoint les arguments de Barnett (2007) qui exclut une stabilité de l'impact financier de la PS étant donné les caractères unique et dynamique de la firme et de son environnement. Selon Hoepner et al. (2010), un impact financier homogène de la RSE à travers le temps n'est pas envisageable. Le temps affecte de nombreuses variables qui modèrent le lien entre la PS et la PF. Par exemple, la gravité des problèmes suite à l'accumulation des externalités négatives de l'entreprise, la portée et la vitesse de diffusion de l'information sociale et environnementale, la plus grande diffusion de l'information concernant les actions irresponsables et les scandales, la culture de consommation et la culture d'investissement sont autant d'éléments qui évoluent et donc, qui affectent différemment la relation entre la PS et la PF à travers le temps.

Par conséquent, il semble que le choix de la période d'étude explique en partie la divergence des résultats antérieurs. Il sera donc important de tenir compte de l'aspect temporel de la relation lors de la lecture des recherches autour de la thématique.

1.5.2. L'impact de la PS sur la PF dépend de la mesure de la PS

Le test de l'hypothèse 2 permet d'apprécier l'impact du choix de la mesure de PS sur la relation entre la PS et la PF. Le tableau 1.3 résume les principaux résultats obtenus concernant cette hypothèse. Ces résultats ne permettent pas de rejeter cette hypothèse et montrent que la relation dépend du choix de la mesure de la PS. En contrôlant pour la mesure de la PF, l'échantillon et la méthodologie, nous remarquons que le choix de la mesure de la PS affecte la relation. Par exemple, lorsqu'on tient compte de l'importance relative de chaque enjeu en utilisant une mesure pondérée de PS, l'impact de la PS sur la PF est positif et significatif au seuil de 0,1 % pour l'année 2004 et 2005, alors qu'avec une mesure supposant que tous les enjeux ont une importance égale, soit une mesure équipondérée, la relation devient statistiquement nulle.

Plusieurs travaux antérieurs illustrent la variation de la relation en fonction de la mesure de la PS. Pour l'année 1992, nos résultats, avec une mesure pondérée de PS, soutiennent une relation positive, contrairement aux résultats de Cordeiro et Sarkis (1997) qui obtiennent une relation négative entre la PS mesurée par le TRI et la PF. Pour l'année 1994, nos résultats pour la mesure pondérée de la PS soutiennent une absence de relation. Pour la même année, Stanwick et Stanwick (2000) valident, quant à eux, un impact financier positif de la PS, mesurée par la divulgation de l'information environnementale. Pour l'année 1998, nos résultats supportent plutôt une relation positive, alors que Seifert et *al.* (2004) montrent une absence de relation entre la PS, mesurée entre la philanthropie et la PF, et ce, pour la même année.

Les écarts constatés entre les résultats existent même entre les études qui utilisent des mesures multidimensionnelles de PS. Pour l'année 2002, nos résultats montrent un impact financier positif de la PS alors que Brammer et *al.* (2006) obtiennent une relation négative entre une mesure agrégée de PS²⁰ et la PF. À l'instar des résultats de Choi et *al.* (2010), nos résultats montrent une disparité, même avec des mesures de PS dérivées de la même base de données. Par exemple, pour plusieurs années (soit 1992-1993-1999-2004 et 2005), l'impact financier de la PS basée sur un score pondéré est positif alors qu'en utilisant une mesure

²⁰ Mesure dérivée de la base de données EIRIS.

agrégée équipondérée, l'effet devient non significatif. Cela signifie que lorsqu'un enjeu devient plus saillant et donc son impact financier plus important (Barnett et Salomon, 2006; Bird et *al.*, 2007), l'utilisation d'une mesure équipondérée ne permet pas de saisir entièrement son impact réel sur la PF.

1.5.3. L'impact de la PS sur la PF dépend de la mesure de la PF

Afin de tester l'hypothèse 3, nous avons relâché la contrainte sur la mesure de la PF tout en contrôlant pour les autres facteurs méthodologiques. D'après les résultats des analyses résumées dans le tableau 1.3, l'impact de la PS varie en fonction du choix de la PF. Non seulement les résultats pour la PF mesurée par des données comptables divergent de ceux basés sur des données de marché, mais aussi au niveau des résultats basés sur deux mesures comptables. Les résultats obtenus à la fois à partir des mesures comptables et des mesures de marché ne permettent pas de rejeter l'hypothèse 3.

Pour l'année 1991, contrairement à ce qu'affirment Waddock et Graves (1997), l'impact de la PS sur la PF mesurée par le rendement de marché est non significatif. En étendant les analyses sur d'autres périodes, nos résultats confirment cette absence de convergence des résultats obtenus à partir des mesures comptables, comparativement à ceux qui sont basés sur des données de marché, et ce, sur plusieurs années (soit 14 fois sur les 17 années). Pour l'année 2006, par exemple, l'impact financier de la PS est non significatif pour les deux mesures comptables (i.e. ROA et ROE), alors que pour la mesure de marché, la relation devient significativement négative au seuil de 1 %. Ce constat rejoint les résultats de Castro-Garcia et *al.* (2008) qui montrent une neutralité de l'impact financier de la PS obtenu respectivement par le ROA, le ROE et le Q de Tobin, mais qui montrent également un effet négatif lorsque la PF est mesurée par la valeur ajoutée boursière (MVA).

Cette variabilité dans les résultats par rapport aux mesures de PF ressort également lorsqu'on utilise deux mesures comptables. Les résultats montrent que l'impact financier de la PS varie selon que la PF soit évaluée par le ROA ou le ROE, et ce, sur plusieurs années (soit 8 années sur 17). Pour les années 2003, 2004 et 2005, l'impact financier positif et significatif au seuil de 0,1 % de la PS obtenue par le ROA devient non significatif lorsqu'on

utilise le ROE. Ces conclusions rejoignent celles de l'étude de Callan et Thomas (2009). Ces auteurs trouvent d'ailleurs que pour l'année 2004, la relation entre la PS et la PF est significativement positive au seuil de 5 %, seulement pour le ROA et le ROS. L'utilisation du ROE se traduit plutôt par un impact financier non significatif de la PS.

1.5.4. L'impact de la PS sur la PF dépend de l'échantillon retenu

Les résultats des tests de l'hypothèse 4 relative à l'impact du choix ou de la composition de l'échantillon retenu sur la relation sont présentés au tableau 1.4. Comme nous l'avons explicité précédemment, nous avons construit trois échantillons : un échantillon non équilibré, un échantillon équilibré et un échantillon ne comprenant que les entreprises des industries polluantes. Nous remarquons que les résultats obtenus à partir de ces échantillons, si on les compare à ceux qui ont été obtenus par Waddock et Graves (1997) durant la période 1991, demeurent sensiblement les mêmes. Toutefois, lorsqu'on étend les analyses sur d'autres périodes, les résultats obtenus varient en fonction de l'échantillon retenu. Les conclusions de l'échantillon balancé diffèrent de celles qui ont été obtenues avec des données non balancées. Par exemple, pour les années 1996, 1997 et 2001, l'impact de la PS sur la PF est neutre pour l'échantillon non équilibré, alors qu'il est positif pour l'échantillon équilibré.

Pour savoir si la composition de l'échantillon est un facteur qui affecte la relation entre la PS et la PF, nous avons utilisé un échantillon qui est plus homogène, composé d'entreprises de la même industrie. Dans ce cas, les résultats montrent des conclusions différentes de notre échantillon de base. En effet, sur les 17 années, nous obtenons une relation positive et significative entre la PS et la PF seulement sur cinq années, comparativement à onze années avec l'échantillon de base non équilibré. Les résultats ainsi obtenus à partir de données différentes ne permettent pas de rejeter l'hypothèse 4. Ils rejoignent donc ceux de Hoepner et *al.* (2010) qui montrent que la relation entre la PS et la PF ne peut être similaire à travers différentes industries. Matten et Moon (2008) et Rowley et Berman (2000) expliquent que les caractéristiques industrielles sont des facteurs qui modèrent la relation entre la PS et la PF. Ainsi, nous avons démontré que les caractéristiques de l'échantillon retenu peuvent affecter

l'impact de la PS sur la PF et donc, qu'elles peuvent être évoquées comme une autre explication de la divergence des résultats.

Tableau 1.4 : Coefficient de la PS de la régression en coupe transversale du modèle (1) pour différents échantillons

Variables dépendantes	Échantillon non cylindré		Échantillon cylindré (N=240)		Échantillon Industries polluantes	
	ROA	ROE	ROA	ROE	ROA	ROE
Années						
1991	.015*	.060	.025**	.140 ⁺	.038 ⁺	.253
1992	.016 ⁺	.021	.006	-.008	.029	.064
1993	.015*	.089*	.014 ⁺	.096*	.038***	.181
1994	.011	.026	.023**	.159*	.017	.031
1995	.012	-.260	.011	.047	.014	.097
1996	-.002	-.017	.018 ⁺	.094	.006	.226
1997	.009	.063	.018*	.125	.023	.105
1998	.017**	.099*	.021*	.101**	.030**	.071*
1999	.012 ⁺	.223	.018*	.355	-.017	.043
2000	.003	.022	.000	.036	.007	.151
2001	.055**	.120	.000	.043	.062 ⁺	.534
2002	.026***	.088*	.015 ⁺	.022	.048*	.194 ⁺
2003	.044***	.048	.019**	.076**	.022	.072
2004	.039***	.065	.024**	.056	.003	-.050
2005	.025***	-.103	.014 ⁺	.084*	.003	.039
2006	.007	-.420	.004	.409	-.039	.365
2007	.030*	-.865	.009	.193*	.042	.173

Notes :

Le tableau 1.4 résume les résultats de l'estimation par MCO des modèles de régression en coupe transversale sur les périodes de 1991 à 2007 sur trois échantillons : (1) échantillon non cylindré, (2) échantillon cylindré de 240 entreprises et (3) échantillon constitué d'entreprises appartenant aux industries polluantes. La variable indépendante est la PSpond qui est la réplique de la mesure de performance sociale pondérée de Waddock et Graves (1997). Les variables dépendantes sont : le ROA mesuré par le taux de rendement de l'actif et le ROE mesuré par le taux de rendement des fonds propres. Les variables de contrôle comprennent : le risque comptable «Lev» mesuré par le levier financier, la taille «Taille» mesurée par l'actif total. Les variables de contrôle pour l'industrie sont identifiées selon la description du code SIC primaire à 4 indices de la firme. L'ensemble de ces variables de contrôle ne sont pas reportées.

*** significatif à 0.1% ($p \leq 0.001$); ** significatif à 1% ($p \leq 0.01$); * significatif à 5% ($p \leq 0.05$); + significatif à 10% ($p \leq 0.1$). N : nombre d'observations.

1.5.5. L'impact de la PS sur la PF dépend du modèle utilisé

Afin de tester l'hypothèse 5, deux modèles linéaires ont été estimés et comparés pour apprécier l'impact d'un changement dans le choix méthodologique sur la relation. Le premier modèle est celui de Waddock et Graves (1997) qui suppose une relation monotone entre la PS et la PF (modèle 1). La formulation linéaire du modèle 2 permet de capturer l'impact de la PS sur la PF à des niveaux extrêmes de PS (i.e. 1^{er} quartile 25 % et 4^{ème} quartile 75 %). Cette formulation permet en plus de vérifier si l'impact financier demeure le même, indépendamment du niveau de PS. Les résultats du modèle 1 (tableau 1.3) et du modèle 2 (tableau 1.5) confirment que le choix méthodologique affecte le type de relation entre la PS et la PF. La réplication des résultats de Waddock et Graves (1997) n'a pas été concluante avec la modification de l'approche méthodologique (toutes choses étant égales par ailleurs). L'estimation des coefficients de PS selon le modèle 2 montre que l'impact de la PS sur la PF n'est significatif qu'au niveau des entreprises à PS extrêmement faible, contrairement au résultat de Waddock et Graves (1997) qui valide un impact financier positif, quel que soit le niveau de la PS.

De plus, contrairement aux résultats de Waddock et Graves (1997), ce résultat indique que la relation n'est pas monotone positive. En effet, entre 2001 et 2007, il apparaît clairement que la relation devient sensible aux niveaux élevés de PS où l'impact de la PS sur la PF est positif et significatif. À partir de 2005, les résultats montrent que les niveaux de PS extrêmement faibles affectent négativement la PF. Ainsi, la comparaison des résultats du modèle 2 avec ceux de Waddock et Graves (1997) ne nous permet pas de rejeter l'hypothèse 5. Il en résulte que les conclusions obtenues dépendent de la formulation retenue.

Les résultats obtenus à partir du modèle 2 nous permettent de démontrer que la relation n'est pas monotone croissante comme le supposent Waddock et Graves (1997). Nos résultats supportent une relation qui varie en fonction du niveau de la PS, reflétant un impact non linéaire de la PS sur la PF. L'examen de la relation sur toute la période d'étude montre que le comportement de la relation change dans le temps. Néanmoins, l'impact de la PS sur la PF semble se stabiliser à partir de l'année 2001, supportant une relation positive pour les entreprises ayant des niveaux élevés de PS. Sur la période de 2005 à 2007, les résultats montrent une asymétrie de la relation qui se traduit par un impact négatif significatif pour les niveaux faibles de PS et un impact positif significatif pour les niveaux élevés.

Tableau 1.5 : Coefficient de la PS de la régression en coupe transversale du modèle (2) (Échantillon non cylindré)

Variables dépendantes		ROA		ROE	
Années	N	PSf	PSe	PSf	PSe
1991	524	.026*	.000	.109	.015
1992	525	.032*	-.001	.035	-.005
1993	508	.034**	-.002	.038	.104⁺
1994	502	.023	.001	.018	.059
1995	524	.015	.005	-.620	-.044
1996	528	.018	-.012	.159	-.105
1997	538	.013	.009	.093	.031
1998	539	.031*	.013	-.102	.164*
1999	557	.028*	.001	.247*	.192
2000	582	.015	-.002	.089	-.008
2001	1026	.023	.078*	-.449	.459*
2002	1048	.036**	.021⁺	-.080	.190*
2003	2755	.001	.096***	-.212	.330***
2004	2814	-.012	.092***	-.135	.285**
2005	2773	-.032*	.076***	-.478	.229*
2006	2379	-.050**	.054***	-.692⁺	-.215
2007	2437	-.047*	.106***	-.673	-.662

Notes :

Le tableau 1.5 résume les résultats de l'estimation par MCO des modèles de régression en coupe transversale sur les périodes de 1991 à 2007. ROA est un indicateur comptable de la PF, mesuré par le taux de rendement de l'actif. ROE est un indicateur comptable de la PF, mesuré par le taux de rendement des fonds propres. PSf est le score de la PS pondérée appartenant au quantile à 25%. PSe est le score de la PS pondérée appartenant au quantile à 75%. Les variables de contrôle comprennent : le risque comptable «Lev» mesuré par le levier financier, la taille «Taille» mesurée par l'actif total. Les variables de contrôle pour l'industrie sont identifiées selon la description du code SIC primaire à 4 indices de la firme. L'ensemble de ces variables de contrôle ne sont pas reportées.

*** significatif à 0.1% ($p \leq 0.001$); ** significatif à 1% ($p \leq 0.01$); * significatif à 5% ($p \leq 0.05$); + significatif à 10% ($p \leq 0.1$). N : nombre d'observations.

En somme, les résultats obtenus par Waddock et Graves (1997) sont spécifiques à la période d'étude, aux mesures de PS et de PF choisies, à l'échantillon utilisé et à la méthodologie adoptée. Par conséquent, les résultats ne peuvent être généralisables. Cela montre que la nature de la relation entre PS et PF est contingente à ces facteurs de divergence. Il est donc difficile de tirer des conclusions définitives sur le sujet. Comment dès lors envisager une accumulation pertinente de la connaissance permettant le développement d'un corpus théorique sur la thématique?

1.6. Conclusion

Le débat autour du concept de la RSE ne cesse de prendre de l'ampleur, tant sur le plan des pratiques que sur le plan des recherches académiques. Cette multitude de travaux reflète l'intérêt porté au domaine de la RSE, un domaine qui change constamment et qui est affecté par la dynamique de la société. Malgré l'engouement pour le concept, ce dernier n'en soulève pas moins des controverses. La littérature autour de la RSE montre l'absence d'une définition consensuelle qui s'est traduite par un manque d'uniformité des mesures de la PS. Par ailleurs, grâce à une plus grande disponibilité et à une régularité de diffusion et de publication de données, la mesure de la PS a progressé vers une évaluation plus large qui tient compte explicitement de plusieurs facettes de la RSE.

La question de l'impact financier de la PS correspond encore aujourd'hui à l'une des thématiques les plus traitées dans la littérature en RSE. La relation entre PS et PF a été depuis plusieurs décennies largement étudiée sans faire l'objet d'un consensus quant à sa nature. Les études examinant différentes catégories d'entreprises à différentes périodes, utilisant plusieurs mesures de PS et de PF et optant pour diverses approches méthodologiques ne permettent pas d'obtenir une réponse claire sur la question. Cette diversité des conclusions a catalysé plusieurs méta-analyses qui ont tenté de classer, d'agréger et d'analyser les résultats d'un grand nombre de travaux. Bien que leurs conclusions tendent à supporter une relation positive, Margolis et Walsh (2001) font une mise en garde contre toute conclusion hâtive. L'absence de conclusion dominante reflète ainsi un domaine de connaissance très hétérogène et fragmenté et soulève la question de l'accumulation des connaissances de ce corpus. La multiplication des travaux autour de cette thématique n'a fait que renforcer la confusion et le conflit quant à l'impact des pratiques sociales sur la rentabilité des entreprises.

Selon Barnett (2007, p. 796):

« Yet the improved rigor has only produced rigor mortis. Twenty-five years of research has not produced a solution but, rather, isolated islands of partial insights about an unseen larger picture ».

À cet effet, le but de la présente recherche était d'analyser les contradictions caractérisant la littérature sur la thématique. Cette recherche apporte une contribution importante au débat en explorant la question de la relation entre la PS et la PF sous un autre angle. Notre objectif n'était nullement de formaliser l'état actuel des connaissances mais plutôt d'illustrer, voire de démontrer l'impact réel du choix de chaque composante méthodologique inéluctable de toute recherche empirique sur l'estimation de la relation entre la PS et la PF.

Même si la vocation de cette recherche est explicative, elle n'en demeure pas moins exploratoire. Le choix de la méthodologie s'est orienté vers une analyse expérimentale qui est conçue de façon à répliquer l'étude de Waddock et Graves (1997). À partir de cette mise en situation contrôlée, nous avons pu tester par des expériences répétées chacune de nos hypothèses en relâchant tour à tour certaines contraintes sur les facteurs de divergences. Ce choix méthodologique ne vise pas explicitement à tester l'effet financier de la PS mais il

centre l'analyse sur l'impact réel des critères méthodologiques adoptés sur les conclusions obtenues.

De manière générale, la présente recherche nous a permis de conclure que l'impact de la PS sur la PF est significativement influencé par chacun des facteurs méthodologiques identifiés dans la littérature, à savoir la période d'étude, le choix des mesures de la PS et de la PF, l'échantillon retenu et la méthodologie utilisée. En fait, au-delà des suspicions et des suggestions avancées pour expliquer la divergence des résultats dans la littérature, nous le prouvons, ce qui nous incite à nous interroger sur la fiabilité et la robustesse des résultats avancés dans les travaux antérieurs et ultimement, à remettre en cause les conclusions de ces recherches. Dès lors, il est légitime de se questionner sur toute éventuelle consolidation des recherches.

À partir des résultats obtenus, plusieurs enseignements sont à tirer de cette étude. L'impact financier de la PS étant contingent aux facteurs méthodologiques, leurs effets modérateurs doivent être pris en compte lors de l'analyse de cette relation. En fait, la spécificité de chaque recherche au niveau des choix méthodologiques doit être considérée précisément lorsqu'on veut synthétiser et interpréter les travaux antérieurs. Cela nous met en garde contre toute généralisation ou agrégation des conclusions obtenues. Particulièrement, l'agrégation d'études, différentes en ce qui a trait aux composantes méthodologiques, ne permet plus, dans ce sens, une analyse intéressante et valable. D'ailleurs, l'absence d'uniformité des mesures de la PS et de la PF ou encore les différences d'approches méthodologiques rencontrées dans les études recensées limitent la portée des méta-analyses.

Étant donné le caractère exploratoire de ce travail, les résultats obtenus peuvent être considérés comme un point de départ à la réflexion et à la recherche. Le point essentiel qui doit être soulevé est la nécessité d'une mesure fiable de la PS reposant sur une définition plus standardisée. L'obtention d'une certaine uniformité dans les mesures de la PS constituera une première étape vers une convergence des conclusions. Le deuxième point, étroitement lié au premier, concerne la dimension temporelle qui affecte la relation. L'évolution du concept de la RSE a été marquée par des événements qui touchent le domaine social et environnemental – tels que le Protocole de Kyoto en 1997 ou le lancement du PRI en 2006 – ou encore par des

événements qui touchent le domaine économique et financier – tels que la crise boursière en 2000 ou la crise immobilière en 2007. Ces dates charnières doivent être considérées lors de l'analyse et de l'interprétation de la relation entre la PS et la PF. Dans ce contexte, il est clair qu'il ne faut pas s'attendre à avoir une relation stable, univoque et systématique.

Les résultats de cette recherche soulèvent également des questionnements en ce qui concerne la pertinence et l'efficacité des approches méthodologiques adoptées dans les études antérieures. Nos résultats suggèrent qu'on ne peut continuer à cantonner l'analyse de la relation à des modèles linéaires. La relation semble dépendre du niveau de la PS, elle n'est donc pas forcément linéaire. L'absence de consensus pourrait dans ce sens refléter les limites et l'incapacité des méthodes utilisées jusqu'à maintenant de considérer la complexité de la relation ainsi que son caractère évolutif.

Celle-ci dépend de plusieurs facteurs de contingence liés à l'entreprise et à son environnement qui sont, eux aussi, dynamiques. L'extrapolation des résultats à des entreprises différentes, à des contextes différents, à des enjeux différents ou à des périodes différentes est problématique (Lankoski, 2008). L'obtention d'une explication universelle de la relation semble une tâche difficile à accomplir. Dans le souci de fournir des résultats concrets et utilisables dans les futures recherches, il devient nécessaire d'améliorer les instruments de mesure de la PS et les techniques d'analyse statistique des données et de se concentrer sur la connaissance et sur l'identification des différents facteurs de contingences affectant la relation.

ANNEXE A

SYNTHÈSE DES ÉTUDES EMPIRIQUES PORTANT SUR LA RELATION ENTRE LA
PS ET LA PF

Tableau : Synthèse des études empiriques portant sur la relation entre la PS et la PF

Relation positive		Relation négative		Relation neutre		Relation complexe	
PS→PF	PF→PS	PS→PF	PF→PS	PS→PF	PF→PS	forme U	Forme U-inv
Bragdon et Marlin (1972)	McGuire et al. (1988)	Bragdon et Marlin (1972)	Lerner et Fryxell (1988)	Alexander et Buchholz (1978)	Cowen et al. (1987)	Barnett et Salomon (2006)	Bowman et Haire (1975)
Belkaoui (1976)	Corttrill (1990)	Vance (1975)*	McGuire et al. (1990)	Abbott et Mosen (1979)*	Lerner et Fryxell (1988)	Bouquet et Deutsch (2007)	Sturdivant et Ginter (1977)
Shane et spicer (1983)	Dooley et Lerner (1994)	Langbein et Posner (1980)	Johnson et Greening (1999)	Chen et Metcalf (1980)	McGuire et al. (1990)	Brammer et Millington (2008)	Stanwick et Stanwick (2000)
McGuire et al. (1988)	Preston & OBannon (1997)	Freedman et Jaggi (1982)		Freedman et Jaggi (1986)	Patten (1991)	Sun-Young et Lee (2009)	Lankoski (2000)
Luck & Pilotte (1993)	Lerner & Fryxell (1988)	Ingram et Frazier (1983)		Mahoney et Shanley (1990)	Johnson et Greening (1999)		Moore (2001)
Hart et Ahuja (1996)	Cowen et al. (1987)	Aupperle et al. (1985)		Greening (1995)			Schaltegger et Synnstedt (2001)
Griffin et Mahon (1997)*	Kraft et Hage (1990)	Freedman et Jaggi (1992)		Kurtz et DiBartolomeo (1996)			Wagner (2005)
Waddock et Graves (1997)	Robert (1992)	Meznar et al. (1994)		Guerard (1997)			Wang et al. (2008)
Vershoor (1999)	Waddock et Graves (1997)	Wright et Ferris (1997)		Berman et al. (1999)			Elsayed et Paton (2009)
Berman et al. (1999)	Stanwick et Stanwick (1998)	Cordeiro et Sarkis (1997)		Graves et Waddock (1999)			
Graves et Waddock (2000)	Verschoor (1998)	Ogden et Watson (1999)		McWilliams et Siegel (2000)			

Tableau (suite): Synthèse des études empiriques portant sur la relation entre la PS et la PF

Relation positive		Relation négative		Relation neutre		Relation complexe	
PS→PF	PF→PS	PS→PF	PF→PS	PS→PF	PF→PS	forme U	Forme U-inv
Jones et Murrell (2001)	Adamas et Hardwick (1998)	Knoll (2002)		Waddock et al. (2000)			
Ruf et al., (2001)	Johnson et Greening (1999)	Wagner et al. (2002)		D'arcimoles et Trebucq (2003)			
Simpson et Kohers (2002)	Buchholz et al. (1999)	Paten (2002)		Seifert et al. (2004)			
Verschoor et Murphy (2002)	Seifert et al. (2004)	Brammer et al. (2005)		Mill (2006)			
Tsoutsoura (2004)	Elsayed (2006)	Derwall et al. (2005)		Murray et al. (2006)			
Goukasian et Whitney (2007)	Bird et al. (2006)	Brammer et al. (2006)		Renneboog et al. (2008)			
Siegel et Vitaliano (2007)	Nelling et Webb (2008)	Hill et al. (2007)		Kapoor et Sandhou (2010)			
Garcia-Castro et al. (2008)		Lopez et al. (2007)		Surroca et al. (2010)			
Lankoski (2009)		Garcia-Castro et al. (2008)		Garcia-Castro et al. (2010)			
Choi et Wang (2009)		Lee et al. (2009)		Choi et al. (2010)			
Hull et Rothenberg (2008)							

Tableau (suite) : Synthèse des études empiriques portant sur la relation entre la PS et la PF							
Relation positive		Relation négative		Relation neutre		Relation complexe	
PS→PF	PF→PS	PS→PF	PF→PS	PS→PF	PF→PS	forme U	Forme U-inv
Callan et Thomas (2009)		Garcia-Castro et al. (2010)		Lee et al. (2010)			
Choi et al. (2010)		Cardebat et Sirven (2010)					
Wang et Choi (2010)							
Kapoor et Sandhou (2010)							
Mishra et Suar (2010)							

*aucun test de significativité statistique. Les auteurs écrits en gras utilisent une mesure dérivée de la base de données KLD.

RÉFÉRENCES

- Abbott, W.F., et Monsen, R.J. (1979), « On the Measurement of Corporate Social Responsibility: Self Reported Disclosures as a Method of Measuring Corporate Social Involvement». *Academy of Management Journal*, 22, 501-515.
- Allouche, J., et Laroche, P. (2005), « A Meta-Analytical Investigation of the Relationship between Corporate Social». *Revue de Gestion des Ressources Humaines*, 57.
- Allouche, J., Huault, I., et Schmidt, G. (2004), « Responsabilité Sociale des Entreprises: la Mesure Détournée? » *15ème Congrès annuel de l'Association Francophone de GRH (AGRH), Montréal.*
- Aupperle, K., et Van Pham, D. (1989), « An Expanded Investigation in the Relationship of Corporate Social Responsibility and Financial Performance». *Employee Responsibilities and Rights Journal*, 2, 263-274.
- Aupperle, K.E., Carroll, A.B., et Hatfield, J.D. (1985), « An Empirical Examination of the Relationship between Corporate Social Responsibility and Profitability». *Academy of Management Journal*, 28, 446-463.
- Bakker, F., Groenewegen, P., et Den Hond, F. (2005), « A Bibliometric Analysis of 30 Years of Research and Theory on Corporate Social Responsibility and Corporate Social Performance». *Business and Society*, 44, 283-317.
- Barnett, M. (2007), « Stakeholder Influence Capacity and the Variability of Financial Returns to Corporate Social Responsibility». *Academy of Management Review*, 32, 794-816.
- Barnett, M.L., et Salomon, R.M. (2006), « Beyond Dichotomy: The Curvilinear Relationship between Social Responsibility and Financial Performance». *Strategic Management Journal*, 27, 1101-1122.

- Baron, D. P., Harjoto, M.A., et Jo, H. (2009), « The Economics and Politics of Corporate Social Performance». *Working Paper*, Stanford Graduate School of Business.
- Bauer, R., Koedijk, K., et Otten, R. (2005), « International Evidence on Ethical Mutual Fund Performance and Investment Style». *Journal of Banking and Finance*, 29, 1751–1767.
- Becchetti, L., Ciciretti, R., et Hasan, I. (2007), « Corporate Social Responsibility and Shareholder's Value: An Event Study Analysis». *Federal Reserve Bank of Atlanta Working Papers*, 6, <http://ssrn.com/abstract=928557>.
- Berman, S.L., Wicks, A.C., Kotha, S., et Jones, T.M. (1999), « Does Stakeholder Orientation Matter? The Relationship between Stakeholder Management Models and Firm Financial Performance». *Academy of Management Journal*, 42, 488-506.
- Bird, R., Hall A.D., Momente F., et Reggiane, F. (2007), « What Corporate Social Responsibility Activities are Valued by the Market? ». *Journal of Business Ethics*, 76, 189-206.
- Bouquet, C., et Deutsch, Y. (2008), « The Impact of Corporate Social Performance on a Firm's Multinationality». *Journal of Business Ethics*, 80, 755-769.
- Bowman, E.H., et Haire, M. (1975), « A Strategic Posture toward Corporate Social Responsibility». *California Management Review*, 18, 49-58.
- Bragdon, J.H., et Marlin, J.A.T. (1972), « Is pollution profitable? ». *Risk Management*, 19 (4), 9-18
- Brammer, S., Brooks, C., et Pavelin, S. (2006), « Corporate Social Performance and Stocks Returns: Uk Evidence from Disaggregate Measures». *Financial Management (US)*, 35, 97-116.

- Brammer, S., et Millington, A. (2008), « Does it Pay to be Different? An Analysis of the Relationship between Corporate Social and Financial Performance». *Strategic Management Journal*, 29, 1325-1343.
- Callan, S.J., et Thomas, J.M. (2009), « Corporate Financial Performance and Corporate Social Performance: An Update and Reinvestigation». *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 16, 61-78.
- Carroll, A. B. (2000), « Ethical Challenges for Business in the New Millennium: Corporate Social Responsibility and Models of Management Morality». *Business Ethics Quarterly*, 10, 33-42.
- Carroll, A. B., et Shabana, K. M. (2010), « The Business Case for Corporate Social Responsibility». *International J. Management Review*, 12, 85-105.
- Chand, M., et Fraser, S. (2006), « The Relationship between Corporate Social Performance and Corporate Financial. *The Business Review*, Cambridge 5, 240-245
- Chatterji, A., Levine, D. I., et Toffel, M. W. (2009), « How Well Do Social Ratings Actually Measure Corporate Social Responsibility? ». *Journal of Economics & Management Strategy*, 18, 125-169.
- Chen, K.H., et Metcalf, R.W. (1980), « The Relationship between Pollution Control Record and Financial Indicators Revisited». *Accounting Review*, 55, 168-177.
- Choi, J., et Wang, H. (2009), « Stakeholder Relations and the Persistence of Corporate Financial performance. *Strategic Management Journal*, 30, 895-907.
- Clarkson, M.B.E. (1995), « A Stakeholder Framework for Analysing and Evaluating Corporate Social Performance». *Academy of Management Review*, 20, 92-117.
- Cochran, P. (2007), « The Evolution of Corporate Social Responsibility». *Business Horizons*, 50, 449-454.

- Cochran, P.L., et Wood, R.A. (1984), « Corporate Social Responsibility and Financial Performance». *Academy of Management Journal*, 27, 42-56.
- Cordeiro, J.J., et Sarkis, J. (1997), « Environmental Proactivism and Firm Performance: Evidence from Security Analyst Earning Forecast». *Business Strategy and the Environment*, 6, 104-114.
- Davidson, W. N., et Worrell, D. L. (1990), « A Comparison and Test of the Use of Accounting and Stock Market Data in Relating Corporate Social Responsibility and Financial Performance». *Akron Business and Economic Review*, 21, 7-19.
- Derwall J., Guenster N., Bauer R., et Koedijk, K. (2005), « The Eco-Efficiency Premium Puzzle». *Financial Analysts Journal*, 61, 51-63.
- Donaldson, T., et Preston, L.E. (1995), « The Stakeholders Theory of Corporation: Concepts, Evidence and Implications». *Academy of Management Review*, 20, 65-91.
- Elsayed, K., et Paton, D. (2009), « The Impact of Financial Performance on Environmental Policy: Does Firm Lifecycle Matter? ». *Business Strategy and the Environment*, 18, 397-413.
- Freedman, M., et Jaggi, B., (1992), « An Investigation of the Long-Run Relationship between Pollution Performance and Economic Performance: The Case of Pulp and Paper Firms». *Critical Perspectives on Accounting*, 3, 315-336.
- Freeman, E. (1984), « Strategic Management: A Stakeholder Approach». Boston: Pitman.
- Friedman, M. (1970), « The Social Responsibility of Business is to Increase its Profits». *New York Times Magazine*, 13 September.
- Fryxell, G.E., et Wang, J. (1994), « The Fortune Corporate Reputation Index: Reputation for What? ». *Journal of Management*, 20, 1-14.

- Garcia-Castro, R., Arino, M.A., et Canela, M.A. (2010), « Does Social Performance Really Lead to Financial Performance? Accounting for Endogeneity». *Journal of Business Ethics*, 92, 107–126.
- Garcia-Castro, R., Canela, M.A., et Arino, M.A. (2008), « Over the Long Run? Short-Run Impact and Long- Run Consequences of Stakeholder Management». *Business and Society*, 20, 428-455.
- Godfrey, P. C., et Hatch, N. (2007), « Researching Corporate Social Responsibility: an Agenda for the 21st Century». *Journal of Business Ethics*, 70, 87-98.
- Godfrey, P. C., Merrill, C.B., et 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, 425-445.
- Goll, I., et Rasheed, A. (2004), « The Moderating Effect of Environmental Munificence and Dynamism on the Relationship between Discretionary Social Responsibility and Firm Performance». *Journal of Business Ethics*, 49, 41-54.
- Goukasian, L., et Whitney, L. (2007), « Do Ethical and Socially Responsible Firms Under-Perform? Evidence from Financial and Operating Performances». *Working Paper*.
- Graves, S.B., et Waddock, S.A. (1994), « Institutional Owners and Corporate Social Performance». *Academy of Management Journal*, 37, 1034-1046.
- Graves, S.B., et Waddock, S.A. (1999), « A Look at the Financial-Social Performance Nexus when Quality of Management is Held Constant». *International Journal of Value-Based Management*, 12, 87-99.
- Graves, S.B., et Waddock, S.A. (2000), « Beyond Built to Last Stakeholder Relations in 'Built-to-Last' Companies». *Business and Society Review*, 105, 393–418.

- Griffin, J.J., et Mahon, J.F. (1997), « The Corporate Social Performance and Corporate Financial Performance Debate – Twenty-Five Years of Incomparable Research». *Business & Society*, 3, 5-31.
- Guerard, J. B. (1997), « Is There a Cost to Being Socially Responsible in Investing? ». *Journal of Investing*, 6, 11-19.
- Hart, S. L., et Ahuja, G. (1996), « Does It Pay To Be Green? An Empirical Examination of the Relationship between Emission Reduction and Firm Performance». *Business Strategy & the Environment*, 5, 30-37.
- Herremans, I.M., Akathaporn, P., et McInnes, M. (1993), « An Investigation of Corporate Social Responsibility Reputation and Economic Performance». *Accounting, Organizations and Society*, 18, 587-604.
- Hill, R., Ainscough, T., Shank, T., et Manullang, D. (2007), « Corporate Social Responsibility and Socially Responsible Investing: A Global Perspective». *Journal of Business Ethics*. 70, 165-174.
- Hillman, A.J., et Keim, G.D (2001), « Shareholder Value, Stakeholder Management, and Social Issues: What's the Bottom Line? ». *Strategic Management Journal*, 22, 125-139.
- Hoepner A.G.F., Yu P.S., et Ferguson, J. (2010), « Corporate Social Responsibility across Industries: When Can Who Do Well by Doing Good? ». *Working Paper. SSRN eLibrary*.
- Hull, C.E., et Rothenberg, S. (2008), « Firm performance: the Interactions of Corporate Social Performance with Innovation and Industry Differentiation». *Strategic Management Journal*, 29, 781-789.
- Ioannou, I., et Serafeim, G. (2010), « The Impact of Corporate Social Responsibility on Investment Recommendations». *Best Paper Proceedings of the Academy of Management (2010) – SIM Division*.

- Jensen, M.C. (1986), « Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers». *American Economic Review*, 76, 323-339.
- Jones R., et Murrell, A.J. (2001), « Signaling Positive Corporate Social Performance – An Event Study of Family Friendly Firms». *Business & Society*, 40, 59-78.
- Kapoor, S., et Sandhu, H.S. (2010), « Does it Pay to be Socially Responsible? An Empirical Examination of Impact of Corporate Social Responsibility on Financial Performance». *Global Business Review*, 11, 185–208.
- Klassen, R. D., et McLaughlin, C.P. (1996), « The impact of Environmental Management on Firm Performance». *Management Science*, 42, 1199–1214.
- Lankoski, L. (2000), « Determinants of Environmental Profit: An Analysis of Firm-Level Environmental Performance and Economic Performance». *Doctoral dissertations*, Helsinki University of Technology.
- Lankoski, L. (2008), « Corporate Responsibility Activities and Economic Performance: a Theory of Why and How They Are Connected». *Business Strategy and the Environment*, 17, 536–547.
- Levitt, T. (1958), « The Dangers of Social Responsibility». *Harvard Business Review*, septembre octobre.
- Lin, C.H., Yang, H.L., et Liou, D.Y. (2009), « The Impact of Corporate Social Responsibility on Financial Performance: Evidence from Business in Taiwan». *Technology in Society*, 31, 56-63.
- Mahoney, L., et Roberts, R. W. 2007. « Corporate Social Performance, and Financial Performance and Institutional Ownership in Canadian Firms». *Accounting Forum*, 31, 233-253.

- Maignan, I., et Ferrell, O.C. (2003), « Nature of Corporate Responsibilities. Perspectives from American, French, and German Consumers». *Journal of Business Research*, 56, 55-67.
- Manescu, C. (2009), « Do Investors Perceive Corporate Social Responsibility as a Risk Factor? Evidence from an Asset Pricing Analysis». Programme oikos PRI Young Scholars Finance Academy 2009 Responsible Investment: Integration, Engagement, Transparency.
- Mani, M., et Wheeler, D. (1998), « In Search of Pollution Havens? Dirty Industry in the World Economy, 1960-1995». *Journal of Environment and Development*, 7, 215-247.
- Margolis, J. D., Elfenbein, H.A., et Walsh, J.P. (2007), « Does it pay to be good? A meta-analysis and redirection of research on the relationship between corporate social and financial performance». *Paper presented at the Academy of Management, Philadelphia*.
- Margolis, J. D., et Walsh, J.P. (2001), « People and Profits? The Search for a Link between a Company's Social and Financial Performance». Mahwah, NJ: Lawrence Erlbaum Associates.
- Margolis, J.D., et Walsh, J.P. (2003), « Misery Loves Companies: Rethinking Social Initiatives by Business». *Administrative Science Quarterly*, 48, 268-305.
- Maron, I.Y. (2006), « Toward a Unified Theory of the CSP-CFP Link». *Journal of Business Ethics*, 67, 191-200.
- Matten, D., et Moon, J. (2008), « Implicit and explicit CSR: A conceptual framework for understanding CSR in Europe». *Academy of Management Review*, 33, 404-424.
- Mattingly, J., et Berman, S. (2006), Measurement of corporate social action: discovering taxonomy in the Kinder Lydenburg Domini ratings data». *Business & Society*, 45, 20-46.

- McGuire, J.B., Sundgren A., et Schneeweis T. (1988), « Corporate Social Responsibility and Firm Financial Performance». *Academy of Management Journal*, 31, 854-872.
- McWilliams, A., et Siegel, D. (2000), « Corporate Social Responsibility and Financial Performance: correlation or misspecification». *Strategic Management Journal*, 21, 603-60.
- McWilliams, A., et Siegel, D. (2001), « A Within and between Analysis of the Relationship between Corporate Social Responsibility and Financial Performance». *Academy of Management Review*, 26, 117- 127.
- McWilliams, A., Siegel, D., et Wright, P.M. (2006), « Corporate Social Responsibility: Strategic Implications». *Journal of Management Studies*, 43, 1-18.
- Mishra, S., et Suar, D. (2010), « Does Corporate Social Responsibility Influence Firm Performance of Indian Companies? ». *Journal of Business Ethics*, 95, 571-601.
- Moore, G. (2001), « Corporate Social and Financial Performance: An Investigation in the U.K. Supermarket Industry». *Journal of Business Ethics*, 34, 299-315.
- Moskowitz, M. (1972), « Choosing Socially Responsible Stocks». *Business and Society Review*, 1, 71-75.
- Murray, A., Sinclair, D., Power, D., et Gray, R. (2006), « Do financial markets care about social and environmental disclosure? Further evidence and exploration from UK». *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 19, 228-256.
- Nelling, E., et Webb, E. (2009), « Corporate Social Responsibility and Financial Performance: The “Virtuous Circle” Revisited». *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 32, 197-209.
- Orlitzky, M., et Benjamin, J.D. (2001), « Corporate Social Performance and Firm Risk: A Meta-Analytic Review». *Business & Society*, 40, 369-396.

- Orlitzky, M., Schmidt, F.L., et Rynes, S.L. (2003), « Corporate Social and Financial Performance: a Meta-Analysis». *Organization Studies*, 24, 403-441.
- Padgett, R.C., et Galan, J.I. (2010), « The Effect of R&D Intensity on Corporate Social Responsibility». *Journal of Business Ethics*, 93, 407-418.
- Parvez, A., Nanda, S., et Schnusenberg, O. (2005), « Can Firms Do Well While Doing Good». *working Paper*, Coggin College of Business, University of North Florida.
- Peloza, J. (2009), « The Challenge of Measuring Financial Impacts from Investments in Corporate Social Performance». *Journal of Management*, 35, 1518-1541.
- Preston, L.E., et O'Bannon, D.P. (1997), « The Corporate Social-Financial Performance Relationship – A Typology and Analysis». *Business & Society*, 36, 419-429.
- Rowley, T., et Berman, S. (2000), « A Brand New Brand of Corporate Social Performance». *Business and Society*, 39, 397-418.
- Ruf, B. M., K. Muralidhar, et Paul, K. (1998), « The Development of a Systematic, Aggregate Measure of Corporate Social Performance». *Journal of Management*, 24, 119-133.
- Ruf, B., Muralidhar, K., Brown, R., Janney, J., et Paul, K. (2001), « An Empirical Investigation of the Relationship between Change in Corporate Social Performance and Financial Performance: A stakeholder Theory Perspective». *Journal of Business Ethics*, 32, 143-156.
- Russo, M.V., et Fouts, P.A. (1997), « A Resource based Perspective on Corporate Environmental Performance and Profitability». *Academy of Management Journal*, 40, 534-559.
- Schaltegger, S., et Synnestvedt, T. (2001), « The Forgotten Link Between "Green" and Economic Success». *Lüneburg: Center for Sustainability Management (CSM)*.

- Seifert, B., Morris, S.A., et Bartkus, B.R. (2003), « Comparing Big Givers and Small Givers : Financial Correlates of Corporate Philanthropy». *Journal of Business Ethics*, 54, 195-211.
- Seifert, B., Morris, S.A., et Bartkus, B.R. (2004), « Having, Giving and Getting: Slack Resources, Corporate Philanthropy, and Firm Financial Performance». *Business and Society*, 43, 135-161.
- Sharfman, M. (1996), « A Construct Validity Study of the KLD Social Performance Data». InD. Collins (Eds.), *Proceedings of the International Association of Business and Society*, 4, 94-111.
- Siegel, D., et Vitaliano, D. (2007), « An Empirical Analysis of the Strategic Use of Corporate Social Responsibility». *Journal of Economics and Management Strategy*, 16, 773-792.
- Simpson, W.G., et Kohers, T. (2002), « The Link Between Corporate Social and Financial Performance: Evidence from the Banking Industry». *Journal of Business Ethics*, 35.
- Stanwick, P.A., et Stanwick, S.D. (1998), « The Relationship between Corporate Social Performance and Organizational Size, Financial Performance and Environmental Performance: an Empirical Examination». *Journal of Business Ethics*, 17, 195-204.
- Stanwick, S.D., et Stanwick, P.A. (2000), « The Relationship between Environmental Disclosures and Financial Performance: an Empirical Study of US Firms». *Eco-Management and Auditing*, 155-164.
- Surroca, J., Tribó, J.A., et Waddock, S. (2010), « Corporate Responsibility and Financial Performance: The Role of Intangible Resources». *Strategic Management Journal*, 31, 463-490.
- Teo, T.S.H., et Lim, R.Y.C., (1999), « Intrinsic and Extrinsic Motivation in Internet Usage» *OMEGA: International Journal of Management Science*, 27, 25-37.

- Tsoutsoura, M. (2004), « Corporate Social Responsibility and Financial Performance». Centre for Responsible Business, *Working paper*, University of California, Berkeley.
- Turban, D.B., et Greening, D.W. (1997), « Corporate Social Performance and Organizational Attractiveness to Prospective Employees». *Academy of Management Journal*, 40, 658-672.
- Ullmann, A. (1985), « Data in Search of a Theory: A Critical Examination of the Relationship Among Social Performance, Social Disclosure, and Economic Performance». *Academy of Management Review*, 10, 540-577.
- Van Beurden, P., et Gössling, T. (2008), « The Worth of Values – A Literature Review on the Relation between Corporate Social and Financial Performance». *Journal of Business Ethics*, 82, 407-424.
- Vance, S. (1975), « Are Socially Responsible Corporations Good Investment Risks? ». *Managerial Review*, 64, 18-24.
- Verschoor, C.C., et Murphy, E.A. (2002), « The Financial Performance of Large US Firms and Those with Global Prominence: How Do the Best Corporate Citizens Rate? ». *Business and Society Review*, 107, 371-380.
- Waddock, S. (2003), « Myths and Realities of Social Investing». *Organization and Environment*, 16, 369-380.
- Waddock, S.A., et Graves, S.B. (1997), « The Corporate Social Performance – Financial Performance Link». *Strategic Management Journal*, 18, 303-319.
- Wagner, M. (2005), « How to Reconcile Environmental and Economic Performance to Improve Sustainability: Corporate Environmental Strategies in the European Paper Industry». *Journal of Environmental Management*, 76, 105-118.

- Wang, H., Choi, J., et Li, J.T. (2008), Too Little or too Much? Untangling the Relationship between Corporate Philanthropy and Firm Financial Performance». *Organization Science*, 19, 143-159.
- Wang, H., et Choi, J. (2010), « A New Look at the Corporate Social–Financial Performance Relationship: The Moderating Roles of Temporal and Interdomain Consistency in Corporate Social Performance». *Journal of Management*, 36.
- Wartick, S.L., et Cochran, P.L. (1985), « The Evolution of the Corporate Social Performance Model». *Academy of Management Review*, 10, 758-769.
- Williamson, O.E. (1985), « The Economic Institutions of Capitalism». New York: The Free Press – MacMillan.
- Wood, D. (1991), « Corporate Social Performance Revisited». *Academy of Management Review*, 16, 691-718.
- Wood, D., et Jones, R.E. (1995), « Stakeholder Mismatching: A Theoretical Problem in Empirical Research on Corporate Social Performance». *International Journal of Organizational Analysis*, 3, 229-267.
- Workutch, R.E., et Spencer, B.A. (1987), « Corporate Saints and Sinners: the Effects of Philanthropic and Illegal Activity on Organizational Performance». *California Management Review*, 29, 62-77.
- Wu, M. L. (2006), « Corporate Social Performance, Corporate Financial Performance, and Firm Size: A Meta Analysis». *Journal of American Academy of Business, Cambridge*, 8, 163-172.
- Zyglidopoulos, S. (1999), « Initial Environmental Conditions and Technological Change». *Journal of Management Studies*, 36, 241-262.

CHAPITRE II

ARTICLE 2

LES FACTEURS SOUS-JACENTS À L'IMPACT DE LA PERFORMANCE SOCIALE
SUR LA PERFORMANCE FINANCIÈRE

Hajer Tebini

Candidate en Ph.D

ESG-UQÀM

Bouchra M'Zali

Département de stratégie, responsabilité sociale et environnementale

ESG-UQÀM

Blanca Perez-Gladish

Département d'économie quantitative

Université d'Oviedo

LES FACTEURS SOUS-JACENTS À L'IMPACT DE LA PERFORMANCE SOCIALE SUR LA PERFORMANCE FINANCIÈRE

Résumé:

L'objectif de ce papier consiste à examiner plusieurs aspects relatifs à l'impact de la performance sociale (PS) sur la performance financière (PF). D'une part, cette recherche vise à apprécier, à différents niveaux de PS, l'impact financier des activités socialement responsables. D'autre part, dans une perspective contingente, nous examinons l'effet modérateur des facteurs « taille », « niveau de risque » et « dépenses en investissement ». Enfin, nous analysons l'effet « temps » comme un autre facteur de contingence. Mesurant la PS des entreprises américaines par l'indice de KLD sur la période de 1991 à 2007, nos résultats suggèrent que la relation entre la PS et la PF n'est ni monotone ni concave ou convexe. En effet, à de faibles niveaux de PS, l'impact financier des actions sociales est négatif. Il est non significatif pour des niveaux de PS moyenne et positif lorsque la PS est élevée. Nos résultats supportent également une relation non uniforme. En effet, l'impact financier de la PS est modéré par la taille, le niveau de risque et les dépenses en investissement. Finalement, ces résultats sont particulièrement plus stables durant la période 2001-2007, comparativement à la période 1991- 2000.

Mots clés : performance sociale, performance financière, non-linéarité, facteurs de contingence, non-uniformité, stabilité.

2.1. Introduction

Les enjeux entourant la responsabilité sociale des entreprises (RSE) suscitent, depuis les dernières années, un intérêt croissant de la part de nombreux acteurs : investisseurs, consommateurs, société civile, ONG, gouvernements, médias, réseaux sociaux, etc. Déjà, la succession de plusieurs sommets mondiaux (i.e. Rio 1992, Kyoto 1997, Johannesburg 2002 et Copenhague, 2009) témoigne de la centralité des enjeux sociaux et environnementaux dans le monde des affaires. Plus encore, certains pays ont même adopté des lois pour baliser les externalités des entreprises²¹.

Depuis plusieurs décennies, nombre d'investisseurs, tant individuels qu'institutionnels, ne sélectionnent que les entreprises qui sont socialement responsables ou dont les activités sont conformes à leurs valeurs. Les récentes crises environnementales (i.e. Exxon, 1989; BP, 2010), financières (i.e. Enron, 2001; WorldCom, 2002) et sociales (i.e. Nike, 1997; Wal-Mart, 2005) ont renforcé ce courant d'investissement socialement responsable (ISR). En effet, le volume de l'ISR est passé de 639 billions à 3,07 trillions entre 1995 et 2010, soit une augmentation de 380 %²². L'engagement récent des investisseurs, particulièrement des investisseurs institutionnels, à adopter des pratiques responsables²³ a, entre autres, permis de conférer à l'ISR le statut d'un véritable style d'investissement, et à la performance sociale et environnementale (PS) de l'entreprise une composante indispensable de son évaluation extra financière. Les entreprises sont plus que jamais amenées à intégrer les préoccupations sociétales et environnementales dans leurs activités et dans leurs relations avec leurs parties prenantes. Afin de répondre aux besoins de ces investisseurs et de contribuer à la croissance d'ISR, plusieurs outils ont été développés, notamment des codes de conduite, des certifications ou encore des notations sociales ou environnementales. Les Nations Unies, par

²¹ La loi NRE en France en 2001, la loi Core Bill en Angleterre en 2002.

²² Source : <http://www.socialinvest.org>.

²³ Au Canada, plusieurs caisses de retraite et autres institutions ont adhéré à ces principes d'investissement responsable. On peut citer à titre d'exemples la *Caisse de dépôt et placement du Québec*, *Canada Pension Plan Investment Board* et *British Columbia Municipal Pension Plan*.

le biais des principes pour l'investissement responsable, ont également renforcé la croissance de ce mouvement²⁴.

Cependant, cette croissance de l'ISR est tributaire de l'impact de la PS sur la performance financière de l'entreprise (PF). La croissance de l'ISR continuera d'attirer de plus en plus d'investisseurs mais dépendra de la capacité de prouver qu'investir dans une entreprise socialement responsable n'est pas plus coûteux, moins rentable ou plus risqué que d'investir dans une entreprise qui l'est moins, *ceteris paribus*. Cette question de la PF des entreprises au comportement socialement et environnementalement responsable constitue donc un point crucial pour le devenir de l'ISR et pour le concept même de la RSE.

Les recherches autour de l'analyse de la relation entre la PS et la PF ne cessent de s'accroître, reflétant ainsi l'importance de cet enjeu et par là-même, l'urgence de comprendre cette thématique. Plusieurs études théoriques et empiriques ont tenté de formaliser et de tester l'existence d'une telle relation. La grande majorité d'entre elles s'est toutefois focalisée sur des liens linéaires entre la PS et la PF, supposant implicitement que le rendement marginal d'un dollar investi dans la PS est constant (McGuire et *al.*, 1988; Waddock et Graves, 1997; McWilliams et Siegel, 2000; Jensen, 2002; Simpson et Kohers, 2002; Brammer et *al.*, 2006; Goukasian et Whitney, 2007; Scholtens, 2008; Choi et Wang, 2009; Mishra et Suar, 2010). L'ensemble de ces travaux s'est soldé par un bilan mitigé qui valide aussi bien une relation monotone positive qu'une position négative ou encore inexistante.

Cependant, certains auteurs suggèrent que la relation est plus complexe qu'un simple lien linéaire (Allouche et Laroche, 2005; Marom, 2006; Lankoski, 2008). Dans cette lignée qui relâche l'hypothèse de la linéarité, deux courants coexistent. Le premier consiste à formaliser une relation non linéaire directe entre la PS et la PF. Ainsi, Brammer et Millington (2008) et Bouquet et Deutsch (2008) ont explicité un lien en forme convexe (i.e. en U) alors que Wang et *al.* (2008) et Elsayed et Paton (2009) en ont formalisé un en forme concave (i.e. en U inversé). Par ailleurs, contraindre la relation en forme convexe ou concave semble restrictif, puisque d'une part, cela exclut toute autre forme plus complexe de la relation, et d'autre part,

²⁴ Lancement en 2006, sous l'égide des Nations Unies, des principes pour l'investissement responsable (*Principles Responsible Investment : PRI*).

cela suppose que le rendement marginal de chaque dollar investi dans la PS est décroissant (croissant) pour une relation convexe (concave). Johnson (2003), par exemple, avance que la forme de la relation serait davantage en paliers, c'est-à-dire qu'elle varierait selon le niveau de la PS et que le rendement marginal varie selon le niveau de la PS. Selon l'auteur, la relation entre la PS et la PF est présentée comme une transition graduelle d'un état à l'autre en fonction du niveau de la PS, et ce, sans changement brusque. Il serait donc approprié d'analyser, dans un cadre plus général, le lien entre la PS et la PF pour différents niveaux de PS. Ce choix est d'autant plus justifié que Lankoski (2008) suggère que la complexité de la relation va au-delà d'une forme concave. Cette forme dépend en fait des caractéristiques spécifiques de l'entreprise et de son environnement, signifiant ainsi un impact contingent de la PS sur la PF.

Ce dernier constat rejoint celui du deuxième courant qui explique la nature complexe du lien entre la PS et la PF par la présence de facteurs de contingence spécifiques à l'entreprise (Allouche et Laroche, 2005; Van Beurden et Gossling, 2008; Hull et Rothenberg, 2008; Wang et al., 2008; Surroca et al., 2010; Ioannou et Serafeim, 2010). Ces travaux s'accordent pour réfuter l'existence d'une relation universelle entre la PS et la PF et tentent d'identifier les conditions dont pourrait dépendre ce lien. D'ailleurs, plusieurs de ces travaux expliquent la grande variabilité des résultats des travaux antérieurs par l'omission de certaines variables de contrôle et de variables modératrices (Rowley et Berman, 2000; Orlitzky et al., 2003; Hull et Rothenberg, 2008; Gracia et al., 2008; Godfrey et al., 2009; Surroca et al., 2010; Wang et Choi, 2010). Certes, la majorité des premières études introduisent la taille, le risque, l'industrie ainsi que les recherches et le développement en tant que variables de contrôle affectant la PF, mais elles ne tiennent pas compte de l'effet de ces facteurs sur la relation. Récemment, dans ce deuxième courant, certains travaux ont démontré que la prise en compte des facteurs spécifiques à l'entreprise ou à son environnement, en tant que variables modératrices, est nécessaire pour mieux cerner la relation entre la PS et la PF. Certains de ces facteurs ont trait au degré d'innovation (Hull et Rothenberg, 2008), d'autres à la taille de l'entreprise (Ioannou et Serafeim, 2010) et d'autres encore aux actifs intangibles (Surroca et al., 2010). Ainsi, l'identification des facteurs modérateurs et l'appréciation de leur impact sur la relation semblent nécessaires pour une meilleure compréhension de la relation. Notre

argument est qu'il n'y a aucune raison de supposer que l'effet de la PS sur la PF est prédéterminé, quelles que soient les caractéristiques de l'entreprise.

Par ailleurs, dans un monde où la stratégie, le processus de décision et les priorités managériales pour répondre à l'environnement externe de l'entreprise changent, la dimension temporelle semble constituer un autre facteur à considérer dans l'appréciation de l'impact de la PS sur la PF. Les développements constatés dans le domaine de la RSE depuis plusieurs années reflètent une évolution tant sur le plan de la réceptivité de la société civile (i.e. gouvernement, entreprise) que sur le plan des pratiques et des perceptions des acteurs (i.e. investisseurs, consommateurs). Cette évolution du concept de la RSE a amené certains chercheurs à s'interroger sur l'aspect temporel de la relation entre la PS et la PF (Gosling, 2003; Barnett, 2007; Lankoski, 2008; Wang *et al.*, 2008). En outre, en raison de l'évolution temporelle des attributs des parties prenantes, notamment les perceptions et les préférences, Barnett (2007) suggère que la relation ne peut être homogène à travers le temps. Baron *et al.* (2009) montrent d'ailleurs que le changement à travers le temps de la relation entre la PS et la PF est dû à l'évolution de la pression sociale. Ioannou et Serafeim (2010), quant à eux, mettent en évidence l'effet du changement de la perception des analystes financiers à travers le temps. De plus, les caractéristiques uniques et dynamiques des entreprises et de leur environnement remettent en question une stabilité à travers le temps de l'impact financier de la PS. Le facteur temps, comme les variables modératrices, semblent conditionner la nature de la relation entre la PS et la PF. Il convient alors de considérer la dimension temporelle dans la lecture et la compréhension de la nature de la relation, d'autant qu'elle a été évoquée dans la littérature comme un des facteurs expliquant la variabilité des résultats antérieurs (Cochran et Wood, 1984; Herremans *et al.*, 1993; Beurden et Gosling, 2008).

En somme, la forme de la relation n'est pas encore clairement spécifiée et les conditions dont pourrait dépendre ce lien, non identifiées. À cet effet, l'objectif de cette recherche est triple : premièrement, partant de l'hypothèse selon laquelle la relation est complexe, nous examinerons l'impact de la PS sur la PF à différents niveaux de PS. Notre but n'est pas de tester l'existence d'une relation entre la PS et la PF mais plutôt d'apprécier la nature de la relation à différents niveaux de PS. Pour atteindre notre objectif, nous relâchons l'hypothèse restrictive de la linéarité et la contrainte d'une relation convexe ou concave. Deuxièmement,

dans une perspective contingente, nous apprécions la façon dont certaines caractéristiques spécifiques à l'entreprise conditionnent la nature de l'impact de la PS sur la PF. Particulièrement, nous examinons l'effet modérateur des facteurs « taille », « dépenses en investissement » et « niveau de risque » sur la relation entre la PS et la PF. Pour ce faire, nous introduisons les termes interactifs (PS*taille), (PS*Beta) et (PS*investissement) pour capturer d'éventuels effets croisés de la PS respectivement avec la taille, le risque et l'investissement. Ces termes interactifs permettent ainsi d'apprécier dans quelle mesure ces facteurs peuvent renforcer voire tempérer la relation. L'ajout de ces facteurs de contingence nous permet également de mieux saisir la nature complexe de la relation et d'identifier les conditions selon lesquelles l'entreprise peut renforcer l'impact financier de son implication sociale. De surcroît, l'identification de ces facteurs permettra d'expliquer la variabilité caractérisant les résultats des travaux antérieurs. Enfin, conscients des développements récents dans le domaine de la RSE et de sa maturité, ainsi que du caractère dynamique de certains attributs de l'entreprise, nous intégrons l'effet du temps comme un autre facteur de contingence sur la relation. L'examen de l'impact de la PS sur la PF sur plusieurs sous-périodes nous permet de tenir compte, entre autres, de certains facteurs qui ajoutent à la complexité de ce lien et d'apprécier à quel point le facteur temps conditionne sa nature.

Les résultats de l'analyse de l'impact de la PS sur la PF à différents niveaux de la PS supportent le fait que la relation n'est pas monotone. À de faibles niveaux de PS, l'impact financier des actions sociales est négatif. Il est non significatif pour des niveaux de PS moyenne et il est positif lorsque la PS est élevée. Par conséquent, une formalisation de la relation par paliers semble plus appropriée qu'une forme linéaire ou encore concave ou convexe. Nos résultats supportent également une relation non uniforme. En fait, l'impact de la PS sur la PF dépend des facteurs de contingence, en l'occurrence la taille, le niveau de risque et les dépenses en investissement. La validation de l'effet de ces facteurs modérateurs permet de saisir la dimension complexe de la relation. Enfin, l'estimation de la relation à différentes sous-périodes – à savoir 1991-2000 et 2001-2007 – nous a permis de démontrer que la relation n'est pas stable à travers le temps. En effet, l'impact de la PS sur la PF est plus important sur les périodes récentes que sur les périodes antérieures. Il semble que

l'intensification de la prise de conscience de la RSE et de l'ISR s'est traduite par une relation plus forte.

Notre contribution majeure se situe au niveau conceptuel dans la mesure où nous avons formalisé la relation en relâchant non seulement l'hypothèse de linéarité mais également l'hypothèse d'uniformité en considérant les facteurs de contingence. Au terme de cette analyse, nous apporterons un nouvel éclairage sur la forme de la relation entre la PS et la PF ainsi que sur les facteurs qui la conditionnent.

La présente recherche s'articule comme suit : la section suivante présentera une synthèse critique de la littérature existante sur la question de la relation entre la PS et la PF. Cette analyse de la littérature permettra d'avancer les trois axes principaux de la recherche, à savoir la linéarité, l'uniformité et la stabilité de la relation. Dans la deuxième section, nous énoncerons nos hypothèses de recherche. La troisième section sera consacrée à la présentation de l'échantillon et de la méthodologie utilisée et les résultats obtenus seront présentés et discutés dans la quatrième section. Finalement, la dernière section présentera la conclusion de ce travail.

2.2. Relation entre la performance sociale et la performance financière : fondements théoriques et investigations empiriques

La question concernant l'impact des actions sociales sur la PF a occupé une place grandissante dans la littérature autour de la RSE. Cet intérêt pour l'examen de la relation entre la PS et la PF remonte aux années 70. Toutefois, malgré les centaines de travaux et de recherches publiés sur le sujet, l'accumulation des connaissances n'a pas permis l'émergence d'un corpus théorique unifié ni une convergence des résultats empiriques. Les recherches théoriques et empiriques ont souvent appréhendé les liens entre la PS et la PF comme une relation linéaire à sens unique ou, au mieux, bidirectionnelle (Preston et O'Bannon, 1997; Waddock et Graves, 1997; Roman et *al.*, 1999; Nelling et Webb, 2009; Callan et Thomas, 2009), alors que certains travaux empiriques (Bowman et Haire, 1975; Lankoski, 2000; Barnett et Salomon, 2006; Elsayed et Paton, 2009) et certaines intuitions théoriques peuvent laisser supposer que la nature de la relation est beaucoup plus complexe (Ullman, 1985;

Rowley et Berman, 2000; Moore, 2001; Marom 2006; Allouche et Laroche, 2005; Lankoski, 2008).

Pour synthétiser les connaissances acquises jusqu'à maintenant, nous allons présenter, dans un premier temps, un aperçu des fondements théoriques justifiant les différents types de relations avancées entre la PS et la PF. Dans un deuxième temps et à travers un survol des travaux empiriques sur le sujet, nous allons mettre en avant les différentes formalisations considérées pour appréhender la relation entre la PS et la PF. Enfin, nous allons terminer cette section en proposant les principaux axes de cette recherche.

2.2.1. Fondements théoriques de la relation entre la PS et la PF

La question de l'interaction entre la PS et la PF demeure un sujet très controversé malgré l'abondante littérature sur la thématique. Plusieurs théories coexistent pour expliciter et formaliser la relation. Ces théories s'opposent quant à la nature du lien (i.e. signe de la relation) qui peut exister entre ces deux construits, la nature de son origine (i.e. direction de la causalité) et plus récemment, de sa forme. Particulièrement, la question de la forme de la relation, sujet de la présente étude, s'inscrit dans un nouveau courant qui soutient l'hypothèse d'un lien plus complexe entre la PS et la PF.

Les premiers fondements théoriques pour expliquer l'impact de la PS sur la PF reposent principalement sur des modèles linéaires. Ces modèles qui supposent une relation monotone entre la PS et la PF ne permettent pas d'apporter une réponse générale quant à la nature de ce lien. Dans cette lignée de recherche, l'hypothèse de l'impact social, qui découle de la théorie des parties prenantes, stipule qu'il existe une influence positive des pratiques sociales sur la PF (Freeman, 1984; Cornell et Shapiro, 1987). En effet, la satisfaction des attentes des diverses parties prenantes permet de renforcer l'image et la réputation de l'entreprise (i.e. augmenter le moral des employés, fidéliser les clients, développer la relation avec les banques, les investisseurs et le gouvernement) et, par conséquent, permet d'améliorer, après une certaine période, sa PF et son risque financier (Freeman, 1984; McGuire et *al.*, 1988; Waddock et Graves, 1997).

L'hypothèse de l'arbitrage (*trade-off hypothesis*), qui invoque la théorie néoclassique, supporte plutôt un impact financier négatif de la PS (Friedman, 1970; Vance, 1975; Aupperle et al., 1985). L'engagement social est considéré, dans ce sens, comme un fardeau financier qui affecte négativement la richesse des actionnaires. En fait, la prise en compte des activités socialement responsables engendre des coûts additionnels qui mettent en désavantage compétitif les entreprises les plus performantes socialement par rapport aux autres (Friedman, 1970) et limitent leurs alternatives stratégiques (Vance, 1975).

Enfin, un dernier courant de pensée supporte une absence d'impact de la PS sur la PF, découlant soit du fait que les coûts et les bénéfices générés par les actions sociales s'annulent (McWilliams et Siegel, 2001), soit de la présence d'un si grand nombre de variables liant la PS à la PF que la mise en évidence d'une telle relation relève d'un pur hasard (Ullman, 1985; Abbott et Monsen, 1979; Gond, 2001).

L'argument de la complexité de la relation a légitimé l'hypothèse d'une formulation non linéaire de l'impact financier de la PS (Moore, 2001; McWilliams et Siegel, 2001; Marom, 2006; Lonkoski, 2008). Une telle spécification semble une hypothèse moins restrictive et plus réaliste. Certes, la théorie économique laisse entrevoir qu'un tel lien est possible puisque d'une part, les entreprises peuvent tirer un avantage économique du renforcement de leur PS en agissant de façon proactive pour améliorer les relations avec les employés, la communauté et les produits au-delà des exigences réglementaires. D'autre part, la baisse des bénéfices marginaux et l'augmentation du coût marginal, dues à l'amélioration de la PS comme le propose l'économie néoclassique, suggèrent une relation linéaire négative. D'ailleurs, Moore (2001) affirme qu'il est invraisemblable qu'une infinité d'activités en RSE fasse croître indéfiniment la PF. En effet, les bénéfices marginaux de la PS vont décroître (i.e. *Picking the low hanging fruit first*) et inévitablement, l'effort d'améliorer la PS va engendrer des coûts nets, réduisant ainsi la PF.

L'émergence de la théorie révisionniste a permis une reformulation de la relation directe entre une dimension de la PS, à savoir la performance environnementale (PE), et la PF dans une perspective non linéaire (Lankoski, 2000; Schaltegger et Synnestvedt 2001; Wagner, 2005). Selon cette vision, l'impact de la PE sur la PF prend la forme concave. Cela signifie

que l'amélioration de la PE permet une augmentation continue de la PF pour les niveaux faibles de performance, mais qu'au-delà d'un certain point, l'accroissement de PE induit une baisse de la PF. La formalisation de la relation en U inversé permet ainsi de concilier les points de vue extrêmes des théories linéaires (Schaltegger et Figge, 2000 ; Schaltegger et Synnestvedt, 2001). D'un côté, elle permet de présenter la situation « *Win-Win* », qui se traduit par une relation positive entre la PE et la PF. Cela correspond à la situation dans laquelle la réglementation environnementale permet une gestion efficiente des ressources de l'entreprise. D'un autre côté, elle intègre une relation uniformément négative qui reflète la vision traditionnelle. Par ailleurs, ces études qui traitent d'une composante spécifique de la PS doivent être interprétées avec prudence. En effet, même si certaines recherches mettent en avant l'existence d'une relation non linéaire, les résultats obtenus ne peuvent pas être généralisables à la PS, qui est un concept multidimensionnel.

Maron (2006) est le premier, à notre connaissance, à avoir proposé une formalisation non linéaire de la relation entre un concept global de la PS et la PF. Il suggère une relation en forme de U inversé entre les *outputs* de la RSE et la PF. Selon l'auteur, ce nouveau cadre conceptuel permettrait d'une certaine façon de concilier les divers résultats contradictoires dans les études empiriques antérieures. Le modèle proposé par Maron (2006) repose sur le parallèle entre le domaine de l'économie (i.e. contrat d'échange entre produits et consommateurs) et celui de la RSE (i.e. contrat d'échange entre les actions sociales et les parties prenantes), comme il est suggéré par McWilliams et Siegel (2001). Par ailleurs, dans le domaine de la RSE, le contrat d'échange est implicite et la transaction s'étend sur une longue période, étant donné que le mécanisme de récompenses est plus complexe. Lankoski (2008) va dans le même sens que Maron (2006) et avance que la relation entre la PS et la PF est mieux décrite par une forme en U inversé. En effet, étant donné que les coûts marginaux de la RSE sont en hausse et que les revenus marginaux sont à la baisse, la relation globale doit être forcément concave.

Au-delà d'une formalisation contrainte convexe ou concave, Johnson (2003), quant à lui, propose un cadre théorique plus général dans lequel la relation entre la PS et la PF est considérée comme un *continuum* le long de cinq niveaux de transitions de la RSE²⁵, allant d'un état d'irresponsabilité jusqu'à un état de vocation sociale. En fait, face aux pressions et demandes de la société, les entreprises adoptent différents comportements organisationnels qui vont déterminer le type d'impact de la PS sur la PF. Dépendamment de la position où se trouve l'entreprise le long de ce *continuum*, la PS sera payante ou pas. Johnson (2003) conclut que l'entreprise qui agit de façon illégale ou qui ignore le minimum légal requis sera pénalisée financièrement. Toutefois, être socialement responsable n'offre pas nécessairement d'avantages financiers pour les entreprises qui respectent simplement le minimum légal, ni pour celles qui s'engagent de façon fragmentée dans la RSE. Par contre, la PF peut être améliorée pour les entreprises qui ciblent stratégiquement le développement de certains enjeux sociaux tels que les relations avec les employés et la satisfaction des consommateurs. Finalement, pour les entreprises ayant une vocation sociale, l'impact financier sera négatif. Ces entreprises qualifiées d'agents pour le changement social considèrent la RSE comme aussi importante que le profit.

L'argument de Johnson (2003) remet en cause une formulation contrainte concave ou convexe et apporte une justification théorique à une fonction en paliers. La formulation de la relation en paliers permet ainsi d'examiner la relation dans un cadre plus général qui tient compte de la nature de la relation à différents niveaux de la PS.

Par ailleurs, Johnson (2003) ajoute que l'entreprise – dépendamment de son secteur d'activité, de sa taille et d'autres facteurs qui lui sont internes – adopte un comportement social différent. Cela signifie que la relation entre PS et PF n'est pas forcément uniforme mais plutôt contingente. Partant de ce point de vue, certains écrits récents suggèrent que la présence de facteurs de contingence justifie la nature complexe du lien entre la PS et la PF (Orlitzky et al., 2003; Margolis et Walsh, 2003; Van Beurden et Gossling, 2008; Pelozo, 2009; Carroll et Shabana, 2010). Ces travaux s'accordent pour expliquer la divergence constatée dans les travaux antérieurs par l'omission de certaines variables médiatrices et modératrices. En effet, le caractère contingent de la relation permet, selon Rowley et Berman

²⁵ (1) irresponsabilité/illégalité, (2) conformité, (3) fragmentation, (4) ciblage et (5) vocation sociale.

(2000), d'expliquer la variation de la force du lien entre la PS et la PF. Dès lors, l'identification des facteurs modérateurs qui peuvent éventuellement favoriser ou inhiber l'impact financier de la PS devient nécessaire (Allouche et Laroche, 2005; Van Beurden et Gossling, 2008). Ces suggestions ont conduit un certain nombre de chercheurs à examiner les facteurs de contingence et à définir les conditions dont pourrait dépendre la relation entre la PS et la PF. Certains de ces facteurs ont trait aux spécificités de l'entreprise et à son environnement (Carroll et Shabana, 2010), au concept de capacité d'influence des parties prenantes et à l'historique de l'entreprise (Barnett, 2007) ou encore à la visibilité, à la réglementation et au type d'enjeux (Lankoski, 2008).

Toujours dans une perspective contingente, d'autres recherches soulignent le fait que le facteur temps constitue une autre dimension à considérer dans l'appréciation de la nature de la relation entre la PS et la PF (Cachran, 2007; Barnett, 2007; Lankoski, 2008; Van Beurden et Gossling, 2008). En effet, l'évolution de certains facteurs exogènes qui affectent la relation, tels que les normes et les standards sociaux, l'avancement technologique, l'évolution des préférences sur le marché et la réglementation, modifient le compromis coût-revenu associé à l'amélioration de la PS et résultent ainsi en un processus dynamique de la relation. En fait, si la relation entre la PS et la PF suit une fonction dynamique en U inversé spécifique à chaque cas, comme il est suggéré par Lankoski (2008), l'extrapolation des résultats à des entreprises différentes, à d'autres contextes ou à des périodes différentes est discutable. En amenant cette dimension dynamique au cadre théorique avancé, ces travaux apportent une autre explication aux nombreuses divergences qui règnent dans la littérature empirique.

Dans ce cadre où coexistent plusieurs théories, une multitude de recherches empiriques ont tenté de mettre en évidence une relation systématique entre la PS et la PF. La section suivante synthétise les principales conclusions de ces travaux.

2.2.2. Investigations empiriques

À l'image des recherches théoriques, l'état de la littérature empirique n'apporte pas une réponse claire et systématique quant à la nature de la relation entre la PS et la PF. La relation a été étudiée selon des méthodologies différentes. Les méthodes les plus souvent utilisées

reposent sur des modèles linéaires qui analysent une relation directe entre la PS et la PF. Toutefois, l'hypothèse de linéarité n'a jamais été testée et le caractère contingent du lien n'a pas été considéré.

Depuis les années 70, on a assisté à une lignée de travaux qui évaluent l'impact financier de la PS en utilisant principalement des méthodologies linéaires (Griffin et Mahon, 1997; Waddock et Graves, 1997; Mc William et Siegel, 2000; Hillman et Keim, 2001; Simpson et Kohers, 2002; Murray et *al.*, 2006; Nelling et Webb, 2009; Scholtens, 2008; Mishra et Suar, 2010). Toutefois, malgré l'abondance de ces recherches et la diversité des dispositifs méthodologiques, les résultats demeurent assez mitigés. Certaines études valident une relation monotone positive (McGuire et *al.*, 1988; Waddock et Graves, 1997; Berman et *al.*, 1999; Ruf et *al.*, 2001; Simpson et Kohers, 2002; Tsoutsoura; 2004; Becchetti et *al.*, 2009; Mishra et Suar, 2010; Wang et Choi; 2010), d'autres un lien monotone négatif (Freedman et Jaggi, 1982; Aupperle et *al.*, 1985; Ogden et Watson, 1999; Patten, 2002; Lopez et *al.*, 2007; Lee et *al.*, 2009; Garcia-Castro et *al.*, 2010) et d'autres encore rapportent une absence de lien (Greening, 1995; Graves et Waddock, 1999; Mc Williams et Siegel, 2000; Seifert et *al.*, 2004; Murray et *al.*, 2006; Renneboog et *al.*, 2008). Le manque de résultats concluants a conduit certains auteurs à mettre en évidence les limites d'une formalisation linéaire de la relation (Ullmann, 1985; Rowley et Berman, 2000; Cochran et Wood, 1984; Moore, 2001; Marom, 2006; Callan et Thomas, 2009). Les méthodes privilégiées jusqu'à maintenant ne semblent donc pas adéquates face à la complexité de cette relation. Lankoski (2000) interprète d'ailleurs la neutralité de la relation obtenue dans certaines études antérieures comme une absence de preuves et non comme la preuve de l'absence de ce lien. En fait, l'incapacité de capturer une relation entre la PS et la PF peut traduire, selon l'auteur, les limites des méthodologies, et particulièrement des méthodologies linéaires utilisées pour appréhender ce lien (Cochran et Wood, 1984; Moore, 2001; Simpson et Kohers, 2002; Barnett et Salomon, 2002 et 2006; Bouquet et Deutsch; 2008).

Afin de faire avancer le débat sur la question, plusieurs recherches se sont focalisées sur des modèles non linéaires qui semblent plus appropriés, vu la complexité de la relation. Il y a ainsi eu émergence d'un courant de recherche qui soulève la question de la forme de la relation entre la PS et la PF. Dans la foulée de ces travaux, certains auteurs ont testé

empiriquement l'existence d'une relation non linéaire entre une dimension de la PS telle que l'environnement ou la philanthropie et la PF (Lankoski, 2000; Azomahou et *al.*, 2001; Wagner, 2003, 2005; Wang et *al.*, 2008; Elsayed et Paton, 2009), alors que d'autres l'ont fait pour un concept global de PS (Barnett et Salomon, 2002; Bouquet et Deutsch, 2008; Sun-Young et Lee, 2009; Luo et Bhattacharya, 2009). Bien que la conceptualisation non linéaire constitue un domaine de recherche assez récent²⁶, deux types de formalisation coexistent. La première consiste à formaliser une relation concave entre une des composantes de la PS et la PF (Lankoski, 2000; Barnett et Salomon, 2002; Wagner, 2005; Wang et *al.*, 2008; Elsayed et Paton, 2009). La deuxième formulation de la relation entre la PS ou une de ses composantes et la PF est décrite par une fonction convexe (Barnett et Salomon, 2006; Brammer et Millington, 2008; Bouquet et Deutsch, 2008; Sun-Young et Lee, 2009).

En ce qui a trait aux travaux validant une relation concave, Lankoski (2000) est le premier, à notre connaissance, à avoir testé empiriquement l'existence d'une relation non linéaire entre la performance environnementale (PE) et la PF. L'auteur explique que la situation *Win-Win* est théoriquement plausible mais qu'elle n'est pas toujours vérifiée étant donné que la relation varie, d'une entreprise à l'autre, en fonction de six déterminants clés du profit environnemental²⁷ et qu'elle varie également à travers le temps. À son instar, Schaltegger et Synnestvedt (2002) affirment qu'il est invraisemblable qu'un nombre infini d'activités de protection de l'environnement permettent d'accroître la PF de façon continue. Ainsi, les auteurs considèrent qu'une fonction concave représente une forme plus générale et plus fonctionnelle du lien entre la PE et la PF. Wagner (2005), quant à lui, explore la relation à long terme entre la PE et la PF en tenant compte de l'influence des stratégies environnementales²⁸. À partir d'une analyse de régressions multivariées à effet fixe et aléatoire, les résultats valident une relation concave. Toutefois, l'auteur souligne que la partie positive de la relation est relativement faible. Cela s'explique, selon Lankoski (2000), par le

²⁶ Même si les premières tentatives empiriques de validation de la non-linéarité de la relation entre PS et PF datent des années 70 avec les travaux de Bowman et Haire (1975) puis implicitement de Sturdivant et Ginter (1977) qui concluent à une relation en forme de U inversé entre la PS et la PF, il est important de souligner les limites du dispositif méthodologique choisi, à savoir l'analyse de la moyenne, qui se révèle inapproprié à la complexité de la relation.

²⁷ À savoir, la technologie, le système de réglementation, la visibilité, la disponibilité à payer, les *benchmarks* et le taux d'actualisation.

²⁸ L'auteur distingue entre la stratégie « *End-of-pipe* » et celle de la prévention de la pollution.

fait que dans certaines industries, les coûts environnementaux sont assez faibles par rapport aux coûts de production et que l'impact de ces coûts sur la PF est négligeable. Par conséquent, l'intensité de la relation sera tellement faible qu'il sera difficile de la valider empiriquement. Un lien concave a également été trouvé par Wang et *al.* (2008) dans le contexte d'une autre dimension de la PS, à savoir la philanthropie. Les auteurs affirment que les bénéfices de la philanthropie sont supposés s'accroître au début grâce à une réponse positive de la part des parties prenantes. Par ailleurs, cet accroissement anticipé va se stabiliser graduellement et finir par décliner éventuellement à cause des coûts directs et des coûts d'agence. Il est important de souligner que ces auteurs se sont intéressés à une dimension spécifique de la PS. Les résultats de ces études doivent être interprétés avec prudence. Même s'ils permettent un gain de précision et une meilleure validité interne, ces résultats ne peuvent être extrapolés à la PS dans sa globalité. Chacune des dimensions prise individuellement ne tient évidemment pas compte du caractère multidimensionnel de la PS et ne la mesure donc que partiellement. Les conclusions et le type de relation dégagés dans ces études demeurent spécifiques à cette dimension et peuvent être même sensibles à une industrie en particulier.

L'hypothèse d'une relation en forme de U inversé entre une mesure globale de PS et la PF a également été confirmée par certains chercheurs. En se limitant à l'industrie des supermarchés, Moore (2001), par exemple, montre qu'il peut y avoir un niveau optimal de PS au-delà duquel les dépenses induites par les pratiques sociales détériorent la PF. Par ailleurs, il est important de signaler certaines limites de cette étude. En fait, la taille de l'échantillon (i.e. huit entreprises) remet en cause la validité des résultats obtenus. De plus, les résultats ainsi obtenus ne peuvent être généralisables, étant donné qu'ils sont spécifiques à une industrie en particulier. Plus récemment, Luo et Bhattacharya (2009) montrent que l'impact de la PS sur le risque idiosyncratique est mieux représenté par une fonction concave. Selon les auteurs, être davantage responsable n'est pas toujours optimal pour l'entreprise et ne fournit pas une assurance limitant son exposition au risque. À un niveau extrêmement élevé de PS et dans un contexte d'objectif économique, les inconvénients de la RSE peuvent l'emporter sur les avantages. En fait, les auteurs affirment qu'à partir d'un niveau optimal, la

PS ne peut plus générer suffisamment d'avantages sociaux pour compenser les frais encourus, les coûts des actions sociales et les opportunités d'investissement manquées.

Bouquet et Deutsch (2008) examinent l'impact de la PS sur les ventes et les profits générés par les multinationales sur le marché étranger, validant aussi une relation convexe. Les auteurs soutiennent l'idée selon laquelle la mise en place initiale des activités sociales implique des coûts directs, qui dépassent, initialement, les gains en capital moral. Toutefois, avec un engagement continu et soutenu dans les pratiques sociales, les multinationales obtiennent des rendements positifs associés à la concrétisation d'un avantage réputationnel. Sun-Young et Lee (2009), quant à eux, examinent l'impact des activités sociales des entreprises sur la PF dans le secteur de la restauration. Les résultats suggèrent qu'au début, l'effet de la PS sur la PF est négatif pour des niveaux de PS faible. Cet effet devient par la suite positif pour des niveaux élevés de PS. Par ailleurs, étant donné le caractère contingent de la relation, les résultats des dernières études demeurent spécifiques à la population étudiée (i.e. les multinationales) dans le cas de Bouquet et Deutsch (2008) ou au secteur d'activité choisi (i.e. industrie de restauration) pour la recherche de Sun-Young et Lee (2009) et donc, ne peuvent pas être généralisés. La formalisation convexe de la relation a également été validée par Brammer et Millington (2008) qui examinent le lien entre la philanthropie et la PF. Les auteurs justifient cette forme de la relation par le fait que les entreprises les plus performantes choisissent soit de se différencier en investissant dans les actions sociales et environnementales, soit de garder leurs ressources pour d'autres choix d'investissement. Dans le premier cas, ces entreprises vont bénéficier de la motivation des employés ainsi que la fidélité des consommateurs et des investisseurs. Dans le deuxième cas, les entreprises choisissent de conserver leurs ressources financières pour d'autres projets d'investissement.

En plus du débat autour de sa forme, la complexité de la relation a amené de nombreux auteurs à soulever le problème lié à la mauvaise spécification des modèles utilisés pour estimer l'impact financier de la PS (Cochran et Wood, 1984; Mc Williams et Siegel, 2000; Orlitzky et *al.*, 2003; Margolis et Walsh, 2003; Pelozo, 2009). L'omission des facteurs de contingence a été ainsi avancée comme un facteur expliquant en partie la grande variabilité dans les résultats antérieurs (Cochran et Wood, 1984; McWilliams et Siegel, 2000; Ikonen, 2003; Van Beurden et Gossling, 2008). De surcroît, la majorité des écrits récents s'accordent

sur le fait que l'interaction entre la PS et la PF est contingentée aux caractéristiques de l'entreprise et de son environnement.

Pour tenir compte du caractère contingent de la relation, la majorité des travaux antérieurs ont introduit une série de variables de contrôle (Cochran et Wood, 1984; McWilliams et Siegel, 2000; Itkonen, 2003; Margolis et Walsh, 2003; Andersen et Dejoy, 2011). Par exemple, Cochran et Wood (1984) ont montré l'importance, pour les facteurs de taille, de risque et d'âge, de contrôler des actifs pour mieux analyser le lien entre la PS et la PF. Griffin et Mahon (1997), quant à eux, suggèrent la nécessité de contrôler pour le secteur d'activité, étant donné que chaque industrie opère dans un contexte distinct ayant différents intérêts sociaux et environnementaux. Mc Williams et Siegel (2000) invalident les résultats de Waddock et Graves (1997) en mettant en évidence l'importance de contrôler pour les variables dépenses en R&D et en publicité. Dans une étude ultérieure, Graves et Waddock (1999) mettent en évidence l'effet significatif de la qualité de *management* sur la relation. Par ailleurs, l'effet de ces facteurs semble être plus complexe sur la relation. Certes, l'introduction de ces facteurs comme variables de contrôle permet de tenir compte de leurs impacts sur la PF, mais elle ne considère pas leur éventuel impact sur l'intensité de la relation. En fait, cela suppose implicitement que la relation est homogène, quelle que soit la taille de l'entreprise, son niveau de risque ou son niveau d'investissement en recherche et développement.

Cependant, plusieurs travaux remettent en question l'existence d'une relation uniforme et confirment que ce lien n'est pas universel mais contingent (Barnett, 2007; Lankoski, 2008; Van Beurden et Gosling, 2008). Selon Barnett (2007), la relation entre la PS et la PF n'est pas homogène et la capacité de conversion des actions en RSE en avantage financier est contingente aux ressources de l'entreprise, à ses parties prenantes et au facteur temps. L'existence d'une capacité de conversion propre à chaque entreprise explique la diversité des résultats au sein d'un même secteur d'activité mais également au sein d'une même entreprise qui peut voir sa capacité à convertir des valeurs sociétales en valeurs marchandes augmenter ou diminuer dans le temps. C'est dans ce sens que Schaltegger et Synnestvedt (2002) avancent l'idée que même si certains facteurs externes comme la réglementation peuvent

renforcer le lien entre la PS et la PF²⁹, les divers facteurs reliés aux caractéristiques de la firme, du secteur, de la culture et des parties prenantes qui affectent la relation permettront de mieux saisir l'impact financier des actions sociales. Elsayed et Paton (2009) affirment également que la décision d'investir les ressources financières de l'entreprise pour supporter les activités sociales et environnementales dépend, comme toute autre décision, non seulement de l'analyse des coûts-bénéfices mais aussi des caractéristiques dynamiques de l'entreprise. En effet, l'entreprise développe sa politique sociale et environnementale à partir d'un effet collectif interactif de diverses caractéristiques de l'entreprise (Ghobadian et al., 1998 cités par Elsayed et Paton, 2009). À cet effet, des travaux plus récents portent sur l'effet modérateur de certains facteurs (Margolis et Walsh, 2003; Van Beurden et Gossling, 2008; Hull et Rothenberg, 2008; Gracia et al., 2008; Godfrey et al., 2009; Pelozo, 2009; Gracia-Castro et al., 2010; Surroca et al., 2010; Wang et Choi, 2010).

Ainsi, dans une perspective contingente, Hull et Rothenberg (2008) mettent en évidence l'effet modérateur du degré d'innovation sur la relation. Les auteurs montrent que l'impact financier positif de la PS est plus important pour les entreprises à faible degré d'innovation comparativement à celles innovantes. La PS aura dans ce cas un effet négligeable sur la PF pour les entreprises innovantes. En fait, les activités en RSE peuvent apporter, selon Mackey et al. (2007), un avantage significatif pour les entreprises moins innovatrices. Pour se différencier et augmenter leur PF, ces entreprises peuvent améliorer leur PS. De plus, la RSE ne peut pas avoir beaucoup d'impact sur la PF des entreprises dans lesquelles l'innovation est essentielle à la survie. Selon Mile et al. (2002), ces entreprises peuvent maintenir un niveau minimum de PS, ce qui leur permet d'éviter les conséquences des externalités négatives. Dans le cas où l'innovation n'est pas un facteur déterminant dans l'activité de l'entreprise, un niveau élevé de PS aura un impact sur la PF, mais pas aussi important que l'apport de l'innovation. À l'inverse, les études de Wang et Choi (2010) et de Wagner (2010) infirment le rôle modérateur de l'innovation mesuré par les dépenses en R&D. Wagner (2010) justifie ce résultat par le fait que la variable dépenses en R&D se limite à mesurer principalement le volet technologique et qu'elle ignore les autres formes d'innovations. Par ailleurs, Luo et Bhattacharya (2009) montrent que c'est plutôt l'effet combiné d'une bonne PS et d'un niveau

²⁹ La réglementation offre d'énormes incitations pour améliorer, par exemple, la performance environnementale et les exonérations d'impôts pour des donations charitables peuvent influencer la philanthropie.

élevé d'investissement en R&D et en publicité qui affecte négativement la PF, étant donné qu'il augmente le niveau du risque de l'entreprise.

D'autres travaux suggèrent l'importance d'intégrer le facteur taille comme variable modératrice lors de l'examen de la relation entre la PS et la PF (Udayasankar, 2007; Van Beurden et Gossling, 2008; Ioannou et Serafeim, 2010). Parmi ces travaux, seule l'étude d'Ioannou et Serafeim (2010) a permis de valider empiriquement l'effet modérateur de la taille. Ces auteurs montrent que le facteur taille amplifie l'effet de la PS (i.e. positif ou négatif) sur la perception des analystes financiers et, par conséquent, sur la PF. En effet, la mise en place des stratégies en RSE pour les grandes entreprises est mieux perçue par les analystes financiers que pour celles plus petites. Par ailleurs, les grandes entreprises dont les actions socialement irresponsables sont élevées vont être plus sévèrement pénalisées suite à des recommandations moins favorables de la part des analystes.

D'autres facteurs modérateurs de la relation ont été validés dans la littérature. Il s'agit, par exemple, de facteurs relatifs au secteur d'activité qui font que la relation ne peut pas être homogène à travers les industries. Certaines de ces caractéristiques ont trait au degré de croissance du secteur d'activité (Russo et Fouts, 1997), à son degré de différenciation (Hull et Rothenberg, 2008) ou encore à son degré de dynamisme (Goll et Rasheed, 2004; Wang et al., 2008). Également, Surroca et al. (2010) mettent en évidence le rôle des intangibles dans la modulation de la relation entre la PS et la PF. Ces derniers montrent qu'il n'existe pas de relation directe entre la PS et la PF, mais plutôt un lien indirect qui la relie aux variables modératrices (i.e. innovation, capital humain, réputation et culture).

En plus des facteurs modérateurs évoqués, le temps est ajouté comme dimension supplémentaire dans cette perspective de contingence. Certains travaux avancent l'idée selon laquelle la relation entre la PS et la PF est conditionnelle à la période d'étude. Ces travaux montrent que les pratiques de RSE et leurs effets sur la PF varient au fil des périodes et que la nature de la relation étudiée change à travers le temps (Spicer, 1978; Hart et Ahuja, 1976; Lankoski, 2000; Platon et Elsayed, 2005; Brammer et Millington, 2008; Wang et al., 2008). D'ailleurs, Bakker et al. (2005) montrent, à partir d'une analyse bibliométrique, que le champ d'étude autour de la relation entre la PS et la PF est continuellement en changement et en

mutation. Cette évolution du domaine de la RSE ainsi que son processus de légitimation ont catalysé, selon Ioannou et Serafeim (2010), un changement de la perception des analystes financiers à l'égard des stratégies d'implémentation de la RSE. En subdivisant leurs périodes d'étude, les auteurs montrent que durant les périodes les plus récentes (i.e. 1997-2008), les entreprises socialement responsables sont mieux perçues par les analystes financiers qu'au cours des années antérieures (i.e. 1993-1996). En effet, durant la période 1993-1996, les actions sociales positives affectent négativement les recommandations des analystes financiers alors qu'à partir de 1997, cette tendance s'inverse. Manescu (2009) va dans le même sens et montre qu'il y a eu un changement dans la perception des investisseurs vis-à-vis de la RSE. En effet, durant la période 1992-2004, les résultats supportent un effet significatif positif de la PS sur le rendement de marché. Par ailleurs, l'impact devient négatif et significatif durant la période 2004-2008. L'auteur explique ce changement de perception des investisseurs par la plus grande disponibilité de l'information publique sur la RSE. Bird et al. (2007) ont également testé la stabilité de la relation à travers le temps en examinant la réaction du marché à l'égard des différentes activités en RSE. Leur principale conclusion suggère que le marché a tendance à changer son comportement à travers le temps et en fonction du type d'enjeu social et environnemental. Ainsi, les composantes de la diversité, des employés et de l'environnement semblent avoir suscité plus d'intérêt durant les années récentes (i.e. 1997-2003) que durant les années antérieures (i.e. 1991-1996). Baron et al. (2009), quant à eux, mettent en évidence l'évolution de la pression sociale comme facteur expliquant le changement du comportement de la relation entre la PS et la PF. En effet, la forte pression sociale, particulièrement privée (i.e. ONG et activistes), durant l'administration Clinton (i.e. 1996-2000) s'est traduite par une plus forte relation entre la PS et la PF que durant l'administration Bush (i.e. 2001-2004).

D'autres travaux argumentent que le facteur temps affecte certaines variables qui modèrent la relation entre la PS et la PF (Lankoski, 2008; Wang et al., 2008; Platon et Elsayed, 2009; Hoepner et al., 2010). Certaines de ces variables ont trait au type de régulation (Lankoski, 2008; Baron et al., 2009), à la visibilité des enjeux, à la disponibilité et à la diffusion de l'information sociale (Hoepner et al., 2010) ou encore au cycle de vie de l'industrie (Brammer et Millington, 2008). Dans ce contexte évolutif, il serait donc irréaliste

de s'attendre à ce que la relation entre la PS et la PF demeure constante à travers le temps. Dans ce sens, Goll et Rasheed (2004) appuient un renforcement de l'impact financier de la PS dans les travaux récents, comparativement aux études antérieures.

À l'issue de notre analyse de la littérature, nous avons constaté que les fondements théoriques et les résultats empiriques des études antérieures sont très fragmentés. La recherche empirique n'a pas permis d'identifier la forme exacte de la relation. Le mécanisme à travers lequel la PF peut être affectée par la PS n'est pas encore bien compris. Principalement, trois lacunes ont été identifiées : (1) La relation n'est pas forcément monotone linéaire ni décrite par une forme contrainte concave ou convexe. Ceci nous amène à considérer un impact de la PS sur la PF variant selon différents niveaux de PS. (2) L'impact de la PS sur la PF n'est pas forcément uniforme à travers les entreprises mais contingent, d'où la pertinence de l'ajout de certaines variables spécifiques à l'entreprise comme facteurs modérateurs de la relation. (3) La relation n'est pas stable à travers le temps, ce qui signifie que l'effet du facteur temps doit être analysé et discuté.

Dans ce contexte, la présente étude tente de répondre principalement à trois questionnements : (1) Quel est le type de relation entre la PS et la PF? (2) Comment les facteurs de contingence modèrent-ils ce lien ? (3) Est-ce que la nature de ce lien a évolué à travers le temps? De ces questionnements découleront nos hypothèses de recherche présentées dans la prochaine section.

2.3. Hypothèses de recherche

La littérature fournit plusieurs perspectives quant à la formalisation de la relation entre la PS et la PF. Les spécifications monotones – positives ou négatives – semblent inappropriées étant donné la complexité de ce lien. Cet argument a permis l'émergence de l'approche non linéaire comme nouvelle façon d'appréhender l'impact financier de la PS (Lankoski, 2008; Wang et al., 2008; Elsayed et Paton, 2009; Sun-Young et Lee, 2009). Toutefois, les études adoptant cette nouvelle approche se sont limitées à des formes contraintes de la relation, à savoir concave (i.e. U inversé) ou convexe (i.e. U). Même si elles paraissent contradictoires, ces formulations ne sont pas mutuellement exclusives. En fait, les spécifications en forme de

U ou U inversé, qui apportent une appréciation partielle de la relation, peuvent être complémentaires dans une vision plus globale, une vision qui induit un lien non uniforme à travers différents niveaux de PS. Dès lors, une spécification en paliers, suggérée par Johnson (2003), permettra de tenir compte de la variation de la relation en fonction des niveaux de PS. Le niveau de PS de l'entreprise sera ainsi considéré comme facteur conditionnant en partie la rentabilité de ses actions sociales. À cet effet, nous proposons de tester l'hypothèse suivante :

H 1 : L'impact de la PS sur la PF dépend du niveau de PS.

La relation entre la PS et la PF pouvant être influencée par des caractéristiques spécifiques de l'entreprise, certains auteurs ont introduit des variables de contrôle dont la taille, la R&D, le risque et l'industrie. Cependant, l'effet de ces facteurs est plus complexe. Orlitsky et *al.* (2003), par exemple, soutiennent qu'ils devraient être aussi introduits en tant que variables modératrices. En effet, ils affirment que la variance résiduelle élevée obtenue à partir de leur méta-analyse est due à l'omission de nombreuses variables modératrices susceptibles d'influencer indirectement la relation entre PS et PF. Dès lors, la spécification de la relation doit intégrer ces interactions dont l'impact, via des canaux de transmission indirects de la PS sur la PF, peut être amplifié ou réduit. Ce changement méthodologique marque la littérature récente qui a montré empiriquement que les caractéristiques de l'entreprise telles les dépenses en R&D (Hull et Rothenberg, 2008 ; Wang et Choi, 2010), le cycle de vie (Elsayed et Paton, 2009) et la taille (Ioannou et Serafeim, 2010) ont effectivement un effet modérateur. Il convient donc d'apprécier cet effet modérateur en testant :

H2a : L'impact de la PS sur la PF est modéré par des facteurs spécifiques à l'entreprise

Plusieurs travaux attestent de l'importance du facteur taille dans l'examen de la relation entre la PS et la PF (Ullmann, 1985; Graves et Waddock, 1994, 1997; Johnson et Greening, 1999; Simpson et Kohers, 2001; Van Beurden et Gossling, 2008). Pour tenir compte de cet effet, la majorité des études introduisent le plus souvent des variables de contrôle pour capturer les effets liés à la taille (Waddock et Garves, 1997; Mc Williams et Siegel, 2000; Hillman et Keim, 2001). L'introduction de la taille en tant que variable de contrôle permet de tenir compte seulement de son éventuel effet sur la PF et non sur l'intensité de la relation.

Toutefois, le niveau de la PS peut être conditionné par la taille, comme il a été suggéré dans des études récentes (Van Beurden et Gosling, 2008; Ioannou et Serafeim, 2010). Dans ce cas, la taille jouera le rôle de facteur modérateur (Ioannou et Serafeim, 2010) de la relation entre la PS et la PF. Afin de vérifier dans quelle mesure le facteur taille a une influence sur la capacité de la PS à générer plus de PF, il sera approprié d'intégrer l'effet croisé de ces deux facteurs lors de l'examen de la relation, d'où l'hypothèse suivante :

H2b : La taille de l'entreprise a un effet modérateur sur l'impact financier de la PS.

Le risque systématique étant un des facteurs déterminants qui affecte la PF, la majorité des études antérieures l'introduisent comme variable de contrôle lors de l'examen de la relation entre la PS et la PF (Pava et Krausz, 1996; Hillman et Keim, 2001; Orlitzky et Benjamin, 2001; Boutin-Dufresne et Savaria, 2004; Luo et Bhattacharya, 2009). D'un autre côté, d'autres recherches valident empiriquement l'influence du risque sur la PS (McGuire et al., 1988; Waddock et Graves, 1997; Orlitzky et Benjamin, 2001). En effet, les entreprises ayant des opérations risquées vont être amenées à agir de façon responsable afin de réduire leur risque de manière proactive (Orlitzky et Benjamin, 2001). À l'inverse, Zyglidopoulos (1999) montre que les entreprises confrontées à un niveau élevé de risque auront moins de ressources à consacrer à l'innovation et à dédier à la RSE. Ainsi, le niveau de la PS peut être conditionné par le niveau de risque de l'entreprise. Or, en introduisant l'effet du risque uniquement en variable de contrôle, on suppose implicitement que l'effet de la PS sur la PF est constant, quel que soit le niveau de risque. De plus, il est possible d'envisager que la PS seule est moins efficace pour stimuler la PF que lorsqu'elle est combinée à un faible degré de risque. Par conséquent, il sera pertinent de tester l'effet modérateur du risque systématique, d'où l'hypothèse suivante :

H2c : Le risque systématique a un effet modérateur sur l'impact financier de la PS.

Plusieurs recherches suggèrent que la relation entre la PS et la PF est influencée par certains investissements immatériels de l'entreprise, tels que la R&D et la publicité (Hart et Ahuja, 1996; Konar et Cohen, 2001; Wagner, 2003; Husted et Allen 2007a, b; Porter et Kramer, 2006; Padgett et Galan, 2010). Les travaux qui examinent l'impact financier de la PS introduisent ces variables pour contrôler l'effet de l'innovation sur la PF. Ces travaux

appuient l'idée que l'intensité des R&D et de la publicité renforce les capacités d'innovation de l'entreprise et améliore l'évaluation de l'entreprise par les investisseurs (Cohen et Levinthal, 1989; Chauvin et Hirschey 1993; Gruca et Rego, 2005). Néanmoins, d'autres recherches ont permis de mettre en évidence une corrélation entre ces facteurs et la PS (Rottenberg et Zyglidopoulos, 2007; Berrone et *al.*, 2007; Wang et *al.*, 2008). Ainsi, certains travaux ont permis de considérer leur effet modérateur sur la relation (Luo et Bhattacharya, 2006; Mackey et *al.*, 2007; Bouquet et Deutsch, 2007; Siegel et Vitaliano, 2007; Hull et Rothenberg, 2008). Il convient donc d'évaluer l'influence des dépenses en investissement (i.e. dépenses en R&D, en publicité et en immobilisation) sur la relation entre la PS et la PF. Nous proposons de tester l'hypothèse suivante :

H2d : Les dépenses en investissement de l'entreprise ont un effet modérateur sur l'impact financier de la PS.

Outre les variables de contingence liées aux caractéristiques de l'entreprise, la relation entre la PS et la PF peut être affectée par le facteur temps. La prise en compte de la dimension temporelle semble nécessaire dans la lecture et l'analyse de l'évolution de la relation à travers le temps. La relation entre la PS et la PF parait de nature dynamique. Elle dépend des développements continus dans le domaine de la RSE, de l'évolution des préférences sur le marché et des avancées technologiques. Cet aspect dynamique implique que l'impact financier de la PS change dans le temps, ce qui rejoint l'argument en faveur d'un lien qui ne peut pas être universel mais plutôt contingent, entre autres à la période (Barnett, 2007; Cochran, 2007). Afin de tester cet argument, notre hypothèse est la suivante :

H3 : La relation entre la PS et la PF n'est pas stable à travers le temps.

Pour tester ces hypothèses, nous présenterons dans la section suivante une description de la base de données et de l'échantillon utilisés.

2.4. Description des données et échantillon

Pour répondre aux objectifs de cette recherche, deux catégories de données sont nécessaires, à savoir les données sociales et les données financières. Les données sociales ont été extraites de la base de données MSCI ESG STATS (connue sous le nom de *KLD Research & Analytics Inc.*). Les données financières proviennent de la base de données *Research Insight Compustat*, qui offre une large base pour analyser le marché américain.

L'agence de notation sociale KLD propose depuis 1990 une base de données appelée *Socrates*, notant plus de 3000 entreprises principalement américaines, parmi lesquelles on retrouve celles qui figurent dans l'indice de référence S&P500 et dans le Russell3000. De 1991 à 2000, les données KLD couvrent approximativement 650 entreprises listées dans l'indice S&P500 ou l'indice social Domini400. Entre l'année 2001 et 2002, le nombre d'entreprises incluses dans la base de données KLD augmente pour atteindre approximativement 1100 entreprises listées dans les indices S&P500, Domini400 ou Russell1000. À partir de 2003, s'ajoute à la base, qui compte environ 3000 entreprises, l'indice Russell3000.

KLD est considérée comme une référence en matière de recherche dans le domaine de l'investissement socialement responsable (Margolis et *al.*, 2007; Carroll et Shabana, 2010). La majorité des recherches conduites autour de la RSE utilisent des mesures dérivées de la base de données KLD (Waddock et Graves, 1997; Griffin et Mahon, 1997; Berman et *al.*, 1999; McWilliams et Siegel, 2000; Hillman et Keim, 2001; Becchettl et *al.*, 2007; Nelling et Webb, 2008; Callan et Thomas, 2009; Choi et Wang, 2009). Jusqu'à maintenant, KLD est présentée comme la source d'information la plus large et la plus complète en ce qui concerne les différents enjeux en RSE (Waddock, 2003; Mattingly et Berman, 2006; Harjoto et Jo, 2011). La grille de notation de KLD permet de noter les entreprises américaines selon 13 dimensions de la PS. Les enjeux qualitatifs comprennent sept dimensions qui sont relatives aux parties prenantes clés, à savoir : (1) employés, (2) communauté, (3) diversité, (4) environnement, (5) gouvernance, (6) produits et (7) droits humains. Chacune de ces dimensions est évaluée sur la base de deux critères qui sont les forces (i.e. score positif) et les faiblesses (i.e. score négatif). Les six dimensions restantes relatives aux activités

controversées constituent une série de critères d'exclusion, à savoir : (1) contrat militaire, (2) secteur nucléaire, (3) arme à feu, (4) jeu, (5) alcool et (6) tabac. Ces dernières dimensions sont évaluées seulement sur la base des faiblesses et ne donnent lieu qu'à des scores négatifs. Pour chaque force et faiblesse appliquée à une entreprise, KLD attribue la note 1 si le critère s'applique et la note 0 dans le cas contraire (une description plus complète des différentes dimensions de KLD est présentée en annexe 2.1).

De par sa multidimensionnalité, l'indice KLD demeure une des meilleures mesures de la PS (Wood et Jones, 1995; Sharfman, 1996; Hillman et Keim, 2001; Waddock, 2003). Par rapport à d'autres bases de données alternatives, KLD ne souffre pas de l'effet *halo*³⁰. En effet, cette base de données n'inclut aucun critère d'évaluation financière dans sa grille de sélection et évite donc le risque de redondance dont souffrent certains indices de réputation (i.e. Fortune). Les indicateurs calculés à partir de KLD sont, selon Chand (2006), plus objectifs que les mesures construites à partir de la base de données Fortune. De plus, le processus de collecte de données ainsi que les critères d'information de KLD assurent que les stratégies rapportées en RSE sont celles qui ont effectivement été mises en place et non celles qui ont été annoncées par l'entreprise (Ioannou et Serafeim, 2010).

L'échantillon retenu est obtenu à partir de la fusion des informations sociales couvertes par la base de données *KLD Research and Analytics, Inc.* avec les données financières et comptables extraites de *Compustat*. Cet échantillon final est un *panel* non cylindré de 21172 observations firme année sur la période de 1991-2007 (soit 17 ans).

³⁰ Cet effet est considéré comme un biais présent surtout dans les indices perceptuels (Fryxell et Wang, 1994).

2.5. Méthodologie de recherche

2.5.1. Variable dépendante, variables indépendantes et variables de contrôle

2.5.1.1. Variable dépendante : Performance financière

La PF est mesurée par le taux de rendement de l'actif (ROA)³¹. Cet indicateur de performance comptable mesure l'efficacité interne de l'entreprise, qui reflète le résultat de l'allocation de l'ensemble des ressources investies par l'entreprise. Par rapport aux mesures de marché, le ROA mesure le revenu sur l'investissement total pour les actionnaires et les créiteurs. Cette mesure comptable est souvent utilisée dans la littérature portant sur la relation entre la PS et la PF (McGuire et *al.*, 1988; Preston et O'Bannon, 1997; Waddock et Graves, 1997; Simpson et Kohers, 2002; Nelling et Webb, 2009; Lin et *al.*, 2009; Mishra et Suar, 2010; Gracia-Castro et *al.*, 2010). Certaines études montrent que les mesures comptables, telles que le ROA, sont privilégiées dans les recherches sur la relation entre PS et PF (Margolis et Walsh, 2001; Orlitzky et *al.*, 2003).

2.5.1.2. Variables indépendantes: Performance sociale

Jusqu'à maintenant, il n'existe pas de définition universelle ni de consensus quant à la mesure de la PS. D'ailleurs, la majorité des articles de référence, qui s'appuient principalement sur la base de données KLD, utilisent plusieurs approximations (*proxies*) pour mesurer la PS. Ces mesures correspondent à un indice agrégé de KLD ou à des variantes de cette mesure (Waddock et Graves, 1997; Hillman et Keim, 2001; Becchetti et *al.*, 2007; Callan et Thomas, 2009; Choi et Wang, 2009).

La mesure retenue pour la variable exogène PS est un indice global équipondéré des dimensions de KLD. Notre choix d'attribuer des poids égaux pour chacune des dimensions de KLD s'aligne avec la littérature théorique en gestion des parties prenantes et suit la majorité des travaux empiriques de référence (Mitchell et *al.*, 1997; Sharfman, 1996; Johnson

³¹ ROA est mesuré par le ratio du bénéfice net sur l'actif total.

et Greening, 1999; Hillman et Keim, 2001; Siegel et Vitaliano, 2007; Callan et Thomas, 2009; Garcia-Castro et al., 2010; Choi et al., 2010; Surroca et al., 2010). En fait, un classement de ces différentes catégories en fonction de leur importance n'est pas concevable théoriquement, comme il est avancé par Mitchell et al. (1997). Ces derniers affirment qu'un classement universel des enjeux de la RSE ou des catégories de parties prenantes n'est pas défendable. À ce jour, il n'existe pas de support théorique ni de validation empirique quant à l'importance relative des diverses parties prenantes et des enjeux sociaux.

La soustraction de l'ensemble des indicateurs de faiblesses de l'ensemble des indicateurs de forces associés aux différentes dimensions de KLD va nous permettre de construire notre mesure de PS. Étant donné que le nombre de forces et de faiblesses varie d'une dimension à l'autre et aussi d'une période à l'autre, nous avons choisi, à l'instar de Harjoto et Jo (2008), de déterminer, dans un premier temps, le score moyen des forces et des faiblesses pour chacune des dimensions individuelles. Puis, en soustrayant le score moyen des faiblesses du score moyen des forces pour chacune des dimensions, nous avons obtenu le score moyen individuel associé à chaque dimension de KLD. Enfin, pour obtenir notre mesure de PS agrégée, nous avons calculé la moyenne de l'ensemble de ces notes individuelles. La mesure de PS ainsi proposée est présentée comme suit :

$$PST = \frac{1}{N} \sum_{n=1}^N \left(\frac{1}{T_p} \sum_{i=1}^I Forces_i - \frac{1}{T_n} \sum_{j=1}^J Faiblesses_j \right)$$

Avec N : nombre total des dimensions de KLD, T_p : nombre total des forces pour chaque dimension, T_n : nombre total des faiblesses pour chaque dimension. De plus, étant donné que les critères d'exclusion (i.e. contiennent seulement des scores négatifs) diffèrent des critères inclusifs (i.e. contiennent des scores positifs et négatifs), nous allons construire, à l'instar de Hillman et Keim (2001), Harjoto et Jo (2008) et Callan et Thomas (2009), une variante de cette mesure de PS qui ne tient pas compte des critères d'exclusion.

2.5.1.3. Variables de contrôle

Les variables de contrôle les plus souvent utilisées dans la littérature sont : la taille, le risque, les dépenses en R&D et l'industrie (Ullmann, 1985; Aupperle et *al.*, 1985; Waddock et Graves, 1997; Mc Williams et Siegel, 2000; Hillman et Keim, 2001; Itkonen, 2003; Andersen et Dejoy, 2011). L'ensemble de ces variables est considéré dans la présente recherche afin de tester nos différentes hypothèses.

Plusieurs travaux suggèrent que la taille affecte aussi bien la PF que la PS (Graves et Waddock, 1994, 1997; Russo et Fouts, 1997; Johnson et Greening, 1999; Ruf et *al.*, 2001; Simpson et Kohers, 2002; Wu, 2006; Van Beurden et Gossling, 2008). Dans la littérature financière, la taille est considérée comme un facteur déterminant de la PF (Banz, 1981; Fama et French, 1992; 1993; Robins et Wiersema, 1995). Les travaux qui examinent la relation entre la PS et la PF attestent également de l'importance de la taille comme facteur affectant la PS (Orlitzky, 2001; Wu, 2006; Amato et Amato, 2007; Van Beurden et Gossling, 2008; Ioannou et Serafeim, 2010). L'argument le plus souvent évoqué est que la taille peut avoir un effet positif sur la PS. En effet, les grandes entreprises qui font l'objet de plus d'attention du public et qui font face à plus de pression de la part des parties prenantes vont être plus contraintes à s'impliquer dans les pratiques sociales pour améliorer leur PS (Ullmann, 1985; Burke et *al.*, 1986; Adams et Hardwick, 1998; Amato et Amato, 2007; Rojas et *al.*, 2009). En outre, les grandes entreprises vont avoir plus de ressources financières leur permettant de répondre à une plus grande demande de la part des parties prenantes (Ullmann, 1985; Brammer et Millington, 2006). Ainsi, en nous basant sur les études antérieures, nous avons donc contrôlé l'effet de la taille de l'entreprise. Nous avons opérationnalisé la taille par le logarithme de la valeur boursière des actions. L'application du logarithme va permettre de minimiser le problème de *skewness* causé par la présence de valeurs extrêmes.

À l'instar de plusieurs travaux antérieurs, deux mesures ont été considérées pour contrôler l'effet du risque sur la relation entre la PS et la PF : (1) le bêta pour contrôler le risque systématique de l'entreprise (McGuire et *al.*, 1988; Pava, Krausz, 1996; Hillman et Keim, 2001; McAlister et *al.*, 2007; Luo et Bhattacharya, 2009) et (2) le levier financier, pour contrôler le risque comptable (Waddock et Graves, 1997; Tsoutsoura, 2004; Choi et Wang,

2009; Kapoor et Sandhun, 2010). Le risque systématique est mesuré par le bêta du marché en utilisant le MEDAF. Le levier financier est mesuré par le rapport de la dette à long terme nette sur la valeur boursière des actions. La prise en compte de ces deux mesures dans l'analyse de la relation entre la PS et la PF permettra de contrôler les différences de profil de risque dans notre échantillon. Le plus souvent, une corrélation négative a été validée entre le risque et la PS (Aupperle et *al.*, 1985; McGuire et *al.*, 1988; Waddock et Graves, 1997, 1999; Hillman et Keim, 2001; Orlitzky et Benjamin, 2001; Boutin-Dufresne et Savaria, 2004; Godfrey, 2005; Luo et Bhattacharya, 2009). En effet, un degré de PS élevé pourrait se traduire par un niveau de risque plus faible en raison des relations stables avec le gouvernement et les institutions financières, ce qui permettra ainsi à l'entreprise plus de facilité d'accès au capital et des meilleures conditions de négociation avec les bailleurs de fonds.

Les dépenses en R&D, en publicité et en immobilisation, qui sont des facteurs liés aux opérations d'investissement de l'entreprise, sont susceptibles d'affecter la PF de l'entreprise. Plusieurs écrits montrent que ces facteurs peuvent influencer la relation entre la PS et la PF (McWilliams et Siegel, 2000; Konar and Cohen, 2001; King et Lenox, 2002; Paton et Elsayed, 2005, 2009; Strike et *al.*, 2006; Brammer et Millington, 2008; Callan et Thomas, 2009; Surroca et *al.*, 2010; Ioannou et Serafeim, 2010). L'intégration des variables R&D et la publicité permettent, selon McWilliams et Siegel (2000), d'améliorer la spécification du modèle utilisé pour examiner l'impact de la PS sur la PF. Ces variables peuvent également être étroitement liées à la PS en raison de leur impact sur l'innovation et sur les stratégies de différenciation (Hart et Ahuja, 1996; McWilliams et Siegel, 2000; Konar et Cohen, 2001; Wagner, 2003). Dans d'autres études plus récentes, la variable « dépenses en immobilisation » (capex), qui est une autre forme d'investissement, est aussi considérée lors de l'examen de la relation entre la PS et la PF (Ioannou et Serafeim, 2010; Dhaliwal et *al.*, 2011). En fait, l'investissement en capital technique, qui génère une amélioration des connaissances, crée de l'innovation en matière de produits et de processus, permettant ainsi de renforcer la PF. Pour tenir compte de l'effet de l'investissement, trois *proxies* ont été considérés. Il s'agit respectivement des dépenses en R&D, en publicité et en immobilisation. La variable « dépenses en investissement », qui a été opérationnalisée par le ratio de la

somme des dépenses en R&D, en publicité et en investissement divisée par l'actif total, permettra de capturer l'impact des différentes formes d'investissement sur la PF.

Plusieurs travaux contrôlent l'effet « industrie » qui peut affecter la relation entre la PS et la PF (Aupperle et *al.*, 1985; Waddock et Graves, 1997; Pava et Krausz, 1996; Hillman et Keim, 2001). En effet, certains facteurs tels que les économies d'échelle et l'intensité de la concurrence semblent expliquer la variation de la PF entre différents secteurs d'activités (McWilliams et Siegel, 2000). De plus, des différences significatives peuvent également exister entre diverses industries en termes de diffusion des pratiques sociales (Waddock et Graves 1997; Mc Williams et Siegel, 2000). Ainsi, à l'instar de la majorité des chercheurs, nous allons considérer une variable de contrôle capturant l'appartenance de chaque entreprise à un secteur d'activité. Nous allons donc inclure une série de variables binaires pour les 48 industries identifiées à partir de la classification de Fama et French (1997). Les définitions des différentes variables retenues dans cette recherche sont présentées au tableau 2.1.

Tableau 2.1: Définition des variables et des mesures

Variables clés	Mesures
Performance financière	Taux de rendement de l'actif : ROA
Performance sociale	PS équi-pondérée : PS
Taille	Logarithme de la valeur boursière des actions : taille
Risque systématique	Bêta du marché : beta
Levier financier	Dette à long terme - (cash+titres négociables)/ valeur boursière des actions : levnet
Industrie	SIC selon la classification de Fama et French (1997) : sec
Investissement	(Dépenses en R&D+dépenses en publicité+dépenses en immobilisation)/actif total : invest

Enfin, afin de circonscrire d'éventuels effets modérateurs sur la relation, tel que suggéré dans certains écrits (Orlitsky et *al.*, 2003; Lankoski, 2008; Van Beurden et Gossling, 2008), nous avons introduit des termes interactifs dans notre modèle. En fait, l'effet croisé de certains facteurs relatifs aux caractéristiques de l'entreprise, tels que la taille, le risque et l'investissement avec la PS, sont susceptibles de renforcer, voire de tempérer l'impact sur la

PF. Par exemple, l'introduction du terme interactif (PS*taille) va nous permettre de capturer l'effet conjugué de la PS et de la taille sur la PF. Ce terme sert à apprécier la façon dont l'impact de la PS sur la PF est influencé par la taille. Également, afin d'évaluer l'effet modérateur du risque sur la relation, nous avons ajouté le terme interactif (PS*Bêta). Enfin, l'introduction du terme croisé (PS*investissement) va nous permettre de capturer une éventuelle variation de l'impact de la PS sur la PF suite à un changement du niveau des dépenses en investissement.

2.5.2. Analyse multivariée

À partir des points soulevés dans la littérature et en considérant les différentes variables retenues comme déterminantes de la PF, plusieurs modèles sont examinés. Pour apprécier l'impact de la PS sur la PF, dans le cadre d'une analyse en coupe transversale, nous allons estimer, sur des données empilées (*pooled*), le modèle de régression suivant :

$$ROA_{i,t} = \alpha_1 + \beta_1 PS_{i,t-1} + \beta_2 taille_{i,t-1} + \beta_3 beta_{i,t-1} + \beta_4 levnet_{i,t-1} + \beta_5 invest_{i,t-1} + \sum_{j=1}^{47} \delta_j Dsec_j + \sum_{k=1}^6 \rho_k Dan_k + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

Où :

$Dsec_j$ et Dan_k représentent respectivement les variables muettes pour l'effet de l'industrie et l'effet temporel.

ε est le terme d'erreur.

Dans ce modèle, pour chaque entreprise i et chaque période considérée t , nous relierons la PF au niveau de PS et aux variables de contrôle énoncées plus haut prises au temps $t-1$.

Afin de tester l'effet des variables modératrices sur la relation entre la PS et la PF, nous proposons une extension au modèle (1) en introduisant les termes interactifs : PS*taille, PS*risque et PS*invest. La formulation du modèle ainsi proposé se présente comme suit :

$$ROA_{i,t} = \alpha_1 + \beta_1 PS_{i,t-1} + \beta_2 taille_{i,t-1} + \beta_3 beta_{i,t-1} + \beta_4 levnet_{i,t-1} + \beta_5 invest_{i,t-1} + \beta_6 PS_{i,t-1} \times taille_{i,t-1} + \beta_7 PS_{i,t-1} \times beta_{i,t-1} + \beta_8 PS_{i,t-1} \times invest_{i,t-1} + \sum_{j=1}^{47} \delta_j Dsec_j + \sum_{k=1}^6 \rho_k Dan_k + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

Cette nouvelle spécification (2) va nous permettre de détecter un éventuel effet modérateur de la taille, du risque et de l'investissement. L'estimation de ce modèle permettra ainsi de tester nos hypothèses 2a, 2b, 2c et 2d. En fait, nous saisissons à travers le modèle (2) un effet indirect de la PS sur la PF, conditionné par la taille de l'entreprise, son degré de risque et son niveau d'investissement. Ainsi, le signe et la significativité des coefficients β_7, β_8 et β_9 détermineront si les effets de la taille, de l'investissement et du risque sont de nature à tempérer (i.e. significativement négatif) ou renforcer (i.e. significativement positif) l'impact de la PS sur la PF.

Pour apprécier la sensibilité de la relation à différents niveaux de la PS et donc, tester l'hypothèse 1, trois formulations sont considérées. La première formulation proposée dans le modèle (3) permet d'analyser la possibilité d'asymétrie existante dans la relation. Elle se présente comme suit :

$$\begin{aligned}
 ROA_{i,t} = & \alpha_1 + \beta_{11}PSn_{i,t-1} + \beta_{12}PSp_{i,t-1} + \beta_2taille_{i,t-1} + \beta_3beta_{i,t-1} + \beta_4levnet_{i,t-1} \\
 & + \beta_5invest_{i,t-1} + \beta_{61}PSn_{i,t-1} \times taille_{i,t-1} + \beta_{62}PSp_{i,t-1} \times taille_{i,t-1} \\
 & + \beta_{71}PSn_{i,t-1} \times beta_{i,t-1} + \beta_{72}PSp_{i,t-1} \times beta_{i,t-1} + \beta_{81}PSn_{i,t-1} \times invest_{i,t-1} \\
 & + \beta_{82}PSp_{i,t-1} \times invest_{i,t-1} + \sum_{j=1}^{47} \delta_j Dsec_j + \sum_{k=1}^{16} \rho_k Dan_k + \varepsilon_{i,t}
 \end{aligned}$$

(3)

Où :

$$PSn_{i,t} = \Pi_{PST < 0} PS_{i,t} \text{ (i.e. } PS < 0) \text{ et } PSp_{i,t} = \Pi_{PST > 0} PS_{i,t} \text{ (i.e. } PS > 0).$$

Π est la variable dichotomique.

La relation est asymétrique si des variations égales de PS_n et PS_p conduisent à des variations différentes de la PF (i.e. si le coefficient diffère), que la PS est supérieure ou inférieure à 0. La possibilité d'asymétrie dans la relation sera mesurée par le biais de variables dichotomiques (*dummies*) multiplicatives. Ainsi, le signe et la significativité des coefficients β_{11} et β_{12} montrent comment la PF s'ajuste à la hausse ou à la baisse quand la PS est positive ou négative. Les variables interactives sont également introduites pour tenir compte des effets modérateurs de la taille, de l'investissement et du risque.

La deuxième formulation proposée pour tester l'hypothèse 1, soit le modèle (4), suppose que la relation n'est pas homogène mais conditionnée par le niveau de la PS. Particulièrement, cette spécification permet de tenir compte d'un éventuel effet en paliers de la PS sur la PF, comme il a été suggéré par Johnson (2003). Pour évaluer cet effet non linéaire de la relation, l'impact de la PS sur la PF est analysé pour trois niveaux de la PS, obtenus en fonction des quartiles 25 % et 75 %. Ces quartiles divisent ainsi les observations en trois classes d'entreprises selon le niveau de la PS (faible, moyen ou élevé). L'estimation des coefficients β_{11} , β_{12} et β_{13} permettra de mettre en évidence une éventuelle variation de l'impact financier de la PS à différents quartiles. La formulation du modèle ainsi proposé s'écrit :

$$\begin{aligned}
 ROA_{i,t} = & \alpha_1 + \beta_{11}PSf_{i,t-1} + \beta_{12}PSm_{i,t-1} + \beta_{13}PSe_{i,t-1} + \beta_2taille_{i,t-1} + \beta_3beta_{i,t-1} + \beta_4levnet_{i,t-1} \\
 & + \beta_5invest_{i,t-1} + \beta_{61}PSf_{i,t-1} \times taille_{i,t-1} + \beta_{62}PSm_{i,t-1} \times taille_{i,t-1} + \beta_{63}PSe_{i,t-1} \times taille_{i,t-1} \\
 & + \beta_{71}PSf_{i,t-1} \times beta_{i,t-1} + \beta_{72}PSm_{i,t-1} \times beta_{i,t-1} + \beta_{73}PSe_{i,t-1} \times beta_{i,t-1} + \beta_{81}PSf_{i,t-1} \times invest_{i,t-1} \\
 & + \beta_{82}PSm_{i,t-1} \times invest_{i,t-1} + \beta_{83}PSe_{i,t-1} \times invest_{i,t-1} + \sum_{j=1}^{47} \delta_j Dsec_j + \sum_{k=1}^6 \rho_k Dan_k + \varepsilon_{i,t}
 \end{aligned}
 \tag{4}$$

Avec :

$$PSf_{i,t-1} = \Pi_{PS \leq q_1} PS_{i,t-1}, PSm_{i,t-1} = \Pi_{q_1 < PS < q_2} PS_{i,t-1}, PSe_{i,t-1} = \Pi_{PS \geq q_2} PS_{i,t-1}$$

où Π est la variable indicatrice, q_1 : quantile à 25 % et q_2 : quantile à 75 %.

Par rapport au modèle (3), cette dernière formalisation permet de tester la sensibilité de la relation non seulement en fonction du signe de la PS (i.e. PS positif versus PS négatif) mais aussi à des niveaux extrêmes de PS. Cette formulation est d'autant plus justifiée que Johnson (2003) suggère que l'impact de la PS sur la PF varie en fonction des différents états de la PS développés par l'entreprise. Selon l'auteur, cet impact ne semble être capturé qu'aux niveaux extrêmes de PS : négatif pour les entreprises irresponsables, positif pour les entreprises proactives et neutre pour des niveaux intermédiaires de PS. Cet argument corrobore celui de Lankoski (2000) qui avance que lorsque les coûts de la PS sont assez faibles par rapport aux coûts de production, leur impact sur la PF est négligeable. Par conséquent, pour des niveaux moyens de la PS, l'intensité de la relation sera tellement faible qu'il sera difficile de la valider

empiriquement. Cependant, si la PS est assez élevée (i.e. niveaux extrêmes de PS), l'impact financier pourra devenir plus prononcé.

La dernière spécification est ajoutée pour permettre de distinguer quatre niveaux de PS obtenus en fonction des quartiles, à savoir 25 %, 50 % et 75 %. Contrairement au modèle (4), cette spécification permet de séparer les entreprises dont la PS se situe dans le 2^{ème} quartile de celles du 3^{ème} quartile. En procédant ainsi, on retrouve les différents niveaux avancés par Johnson (2003), à savoir (1) irresponsabilité (2) RSE réglementaire, (3) RSE fragmentée et (4) RSE stratégique³². Le modèle ainsi formalisé est :

$$\begin{aligned}
 ROA_{i,t} = & \alpha_1 + \beta_{11}PS1_{i,t-1} + \beta_{12}PS2_{i,t-1} + \beta_{13}PS3_{i,t-1} + \beta_{14}PS4_{i,t-1} + \beta_2taille_{i,t-1} \\
 & + \beta_3beta_{i,t-1} + \beta_4levnet_{i,t-1} + \beta_5invest_{i,t-1} + \beta_{61}PS1_{i,t-1} \times taille_{i,t-1} \\
 & + \beta_{12}PS2_{i,t-1} \times taille_{i,t-1} + \beta_{63}PS3_{i,t-1} \times taille_{i,t-1} + \beta_{64}PS4_{i,t-1} \times taille_{i,t-1} \\
 & + \beta_{71}PS1_{i,t-1} \times beta_{i,t-1} + \beta_{72}PS2_{i,t-1} \times beta_{i,t-1} + \beta_{73}PS3_{i,t-1} \times beta_{i,t-1} \\
 & + \beta_{74}PS4_{i,t-1} \times beta_{i,t-1} + \beta_{81}PS1_{i,t-1} \times invest_{i,t-1} + \beta_{82}PS2_{i,t-1} \times invest_{i,t-1} \\
 & + \beta_{83}PS3_{i,t-1} \times invest_{i,t-1} + \beta_{84}PS4_{i,t-1} \times invest_{i,t-1} + \sum_{j=1}^{47} \delta_j Dsec_j \\
 & + \sum_{k=1}^6 \rho_k Dan_k + \varepsilon_{i,t}
 \end{aligned} \tag{5}$$

Avec :

$$\begin{aligned}
 PS1_{i,t-1} = & \Pi_{PS \leq q_1} PS_{i,t-1}, PS2_{i,t-1} = \Pi_{q_1 < PS < q_2} PS_{i,t-1}, PS3_{i,t-1} = \Pi_{q_2 \leq PS < q_3} PS_{i,t-1} \text{ et} \\
 PS4_{i,t-1} = & \Pi_{PS \geq q_3} PS_{i,t-1}
 \end{aligned}$$

Où Π est la variable indicatrice et q_1 : quantile à 25 %, q_2 : quantile à 50 % et q_3 : quantile à 75 %.

³² On exclut dans cette classification la cinquième catégorie, car dans notre échantillon, nous n'avons pas d'entreprise à vocation sociale.

Pour tester l'hypothèse 3, nous avons régressé les différentes spécifications avancées sur plusieurs sous-périodes. Pour détecter un éventuel changement significatif dans le temps de l'impact de la PS sur la PF, nous avons, à l'instar de Baron et *al.* (2009)³³, divisé notre échantillon en deux sous-périodes d'étude, soit 1991-2000 et 2001-2007. Nous avons également estimé ces spécifications sur d'autres sous-périodes sur des fenêtres de 3 ans, 4 ans et 5 ans, ce qui va nous permettre de voir si les coefficients des variables explicatives vont changer de façon significative à travers le temps.

L'analyse des 5 formulations proposées se fait par des modèles de régression *Pooled times-series cross-section* appliqués sur des données de *panel* et estimés par la méthode des moindres carrés ordinaires (MCO). L'estimation du modèle *Pooled times-series cross-section* permet d'exploiter la double dimension : individuelle et temporelle. Les erreurs types sont ajustées pour l'hétéroscédasticité et corrigées selon la méthode de segmentation (*cluster*). Afin d'éviter de potentielles distorsions causées par la présence de valeurs extrêmes, nous avons utilisé pour tous les modèles des variables *winsorisées* (sauf pour la mesure de la PS)³⁴. Les estimations effectuées dans le cadre de cette étude s'appuient sur un échantillon non cylindré de données de *panel* constitué de 21 172 observations firme-année sur la période de 1991-2007. De plus, afin de vérifier l'éventuelle colinéarité entre les variables explicatives (dont les variables retardées), nous avons calculé l'indicateur d'inflation de la variance (*Variance Inflation Factor*, VIF) sous le logiciel STATA. Une valeur inférieure à 10 souligne que la colinéarité entre les variables est tolérable. Dans la totalité des estimations, la colinéarité ne semble pas de nature à biaiser le modèle.

³³ Les auteurs subdivisent leur échantillon en fonction de la période respective du mandat présidentiel de Clinton (i.e. 1996-2000) et de Bush (i.e. 2001-2006).

³⁴ La procédure de *winsorisation* utilisée consiste à remplacer les valeurs en deçà du 1^{er} centile (1 % *bottom*) par ce centile et celles au-delà du dernier centile (99 % *top*) par ce dernier.

2.6. Résultats empiriques

2.6.1. Statistiques descriptives

Le tableau 2.2 résume les statistiques descriptives pour les mesures de la PF, de la PS et des variables explicatives. Les entreprises de notre échantillon ont un score moyen de PS de -0,017 et un écart type de 4,3 %. Les statistiques descriptives montrent également qu'en moyenne, les entreprises incluses dans notre échantillon sont rentables (i.e. ROA moyen = 7,8%).

L'échantillon comprend des entreprises de grande taille avec un niveau de risque assez élevé. La taille moyenne (écart-type) est de 7,544 milliards de dollars (150 %) et le niveau de risque moyen (écart-type) est de 1,137 (84,8 %). Cela signifie que l'échantillon présente des disparités et de l'hétérogénéité en ce qui concerne le risque.

Tableau 2.2: Résumé des statistiques descriptives

Variable	N	Moyenne	Écart-type	Min	Max
ROA	21917	.078	.107	-.412	.359
PS	21917	-.017	.043	-.278	.199
PSp	21917	.008	.017	.000	.199
PSn	21917	-.025	.034	-.278	.000
PSf	21917	-.018	.036	-.278	.000
PSm	21917	-.006	.011	-.037	.008
PSe	21917	.007	.017	.000	.199
PS1	21917	-.018	.036	-.278	0
PS2	21917	-.006	.010	-.037	0
PS3	21917	-.000	.002	-.012	.007
PS4	21917	.007	.016	.000	.199
taille	21870	7.544	1.504	2.204	13.138
beta	21625	1.137	.848	-.180	4.234
levnet	21901	.146	.268	-.831	2.592
invest	21901	.092	.097	.000	1.500

Notes :

Le tableau 2.2 représente les statistiques descriptives des différentes variables utilisées pour un panel non cylindré de 21172 observations firme année sur la période de 1991-2007. ROA est l'indicateur de PF, mesuré par le taux de rendement de l'actif. PS est la mesure de PS globale qui combine les forces (*strengths*) et les faiblesses (*concerns*). PSp représente le score de la PS positive. PSn est le score de la PS négative. PSf est le score de la PS appartenant au quantile à 25%. PSm est le score de la PS supérieure au quantile à 25% et inférieure au quantile à 75%. PSe est le score de la PS appartenant au quantile à 75%. PS1 est le score de la PS appartenant au 1^{er} quartile. PS2 est le score de la PS appartenant au 2^{er} quartile. PS3 est le score de la PS appartenant au 3^{er} quartile. PS4 est le score de la PS appartenant au 4^{er} quartile. Beta est le risque systématique, mesuré par le bêta du marché en utilisant le MEDAF. Taille mesurée par le logarithme de la valeur boursière des actions. Levnet est le levier financier, mesuré par le rapport de la dette à long terme nette sur la valeur boursière des actions. Invest est la mesure des dépenses en investissement, calculée par le ratio de la somme des dépenses en R&D, en publicité et en investissement divisé par l'actif total.

Le tableau 2.3 présente la matrice de corrélations entre les différentes variables utilisées dans les modèles de régression. La matrice de corrélations montre que la PS est corrélée positivement au ROA et que l'investissement est négativement corrélé avec la taille et le levier financier. Ce qui est intéressant est que le signe de la corrélation entre ROA et PS change en fonction du niveau de cette dernière. En fait, pour les entreprises ayant un niveau de PS positif ou moyen (i.e. PSp, PSm, PS2 ou PS3), la corrélation est positive avec le ROA. La corrélation est toutefois négative pour des niveaux faibles de PS (i.e. PSn ou PSf). Ce résultat corrobore l'argument central de cette recherche selon lequel la relation est non linéaire et qu'elle varie en fonction du niveau de la PS. La corrélation entre la PS et le risque varie également en fonction du niveau de la PS. La corrélation est négative pour des niveaux de PS élevée et positive pour des niveaux faibles de PS. Ces résultats suggèrent les prémises d'une relation contingente.

Tableau 2.3: Matrice de corrélations

	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
1. ROA	1														
2. PS	.017*	1													
3. PSp	.085*	.649*	1												
4. PSn	-.018*	.930*	.326*	1											
5. PSf	-.025*	.856*	.227*	.956*	1										
6. PSm	.029*	.098*	.279*	-.010	-.302*	1									
7. PSe	.083*	.643*	.998*	.319*	.221*	.268*	1								
8. PSI	-.025*	.856*	.227*	.956*	1*	-.302*	.221*	1							
9. PS2	.026*	.103*	.254*	.010	-.280*	.974*	.248*	-.280*	1						
10. PS3	.013*	-.020*	.110*	-.079*	-.099*	.115*	.088*	-.099*	-.111*	1					
11. PS4	.083*	.643*	.998*	.319*	.221*	.268*	1*	.221*	.248*	.088*	1				
12. beta	-.246*	.000	-.051*	.023*	.038*	-.053*	-.051*	.038*	-.052*	-.010	-.051*	1			
13. taille	.283*	-.133*	.088*	-.208*	-.218*	.073*	.086*	-.218*	.069*	.017*	.086*	-.148*	1		
14. levnet	0.010	-.096*	-.010	-.115*	-.111*	.000	-.010	-.111*	.000	.015*	-.010	-.246*	.143*	1	
15. Invest	-.184*	.041*	.029*	.036*	.037*	-.010	.028*	.037*	-.010	.00	.028*	.276*	-.0762	-.228*	1

Notes :

Le tableau 2.3 représente les coefficients de corrélations entre les différentes variables utilisées pour un panel non cylindré de 21172 observations firme année sur la période de 1991-2007. ROA est l'indicateur de PF mesuré par le taux de rendement de l'actif. PS est la mesure de PS globale qui combine les forces (*strengths*) et les faiblesses (*concerns*). PSp représente le score de la PS positive. PSn est le score de la PS négative. PSf est le score de la PS appartenant au quantile à 25%. PSm est le score de la PS supérieure au quantile à 25% et inférieure au quantile à 75%. PSe est le score de la PS appartenant au quantile à 75%. PS1 est le score de la PS appartenant au 1^{er} quartile. PS2 est le score de la PS appartenant au 2^{er} quartile. PS3 est le score de la PS appartenant au 3^{er} quartile. PS4 est le score de la PS appartenant au 4^{er} quartile. «Beta» est le risque systématique, mesuré par le bêta du marché en utilisant le MEDAF. «Taille» mesurée par le logarithme de la valeur boursière des actions. «Levnet» est le levier financier, mesuré par le rapport de la dette à long terme nette sur la valeur boursière des actions. «Invest» est la mesure des dépenses en investissement, calculée par le ratio de la somme des dépenses en R&D, en publicité et en investissement divisé par l'actif total.

2.6.2. L'impact de la PS sur la PF n'est pas monotone

Les tableaux 2.4 et 2.5 présentent les résultats obtenus à partir de l'estimation des différents modèles pour tester l'hypothèse 1. Les résultats de ces modèles ne permettent pas de rejeter l'hypothèse selon laquelle l'impact de la PS sur la PF varie selon le niveau de la PS, ce qui implique que la relation n'est pas linéaire.

Tableau 2.4: Analyse de la régression *Pooled* des modèles (1) et (2) sur toute la période 1991-2007

	Modèle 1	Modèle 2
Variable dépendante	ROA	ROA
PS	.216*** (.027)	-.017 (.145)
Beta	-.028*** (.001)	-.031*** (.001)
Taille	.019*** (.001)	.020*** (.001)
Levnet	-.047*** (.006)	-.048*** (.006)
Invest	-.205*** (.024)	-.197*** (.025)
PS*taille		.038** (.016)
PS*invest		.631 (.472)
PS*beta		-.140*** (.033)
Constante	.038 (.024)	.035 (.023)
Industries dummies	Oui	Oui
Années dummies	Oui	Oui
Observations	21172	21172
R-carré	.299	.302

Notes :

Le tableau 2.4 résume les résultats de l'estimation des modèles de régression *Pooled times-series cross-section* pour un panel non cylindré de 21172 observations firme année sur la période de 1991-2007. ROA est l'indicateur de PF mesuré par le taux de rendement de l'actif. PS est la mesure de performance sociale globale qui combine les forces (*strengths*) et les faiblesses (*concerns*). Les variables de contrôle comprennent : le risque systématique «Beta» mesuré par le bêta du marché en utilisant le MEDAF, la taille «Taille» mesurée par le logarithme de la valeur boursière des actions, le levier financier «Levnet» mesuré par le rapport de la dette à long terme nette sur la valeur boursière des actions et les dépenses en investissement «Invest» mesurées par le ratio de la somme des dépenses en R&D, en publicité et en investissement divisée par l'actif total. Les variables interactives sont représentées par les termes croisés : (PS*taille), (PS*beta) et (PS*invest). Les variables de contrôle pour l'industrie, identifiées selon la classification de Fama et French (1997), ne sont pas rapportées.

*** significatif à 1% ($p < 0.01$); ** significatif à 5% ($p < 0.05$); * significatif à 10% ($p < 0.1$).

Les résultats du modèle (3) montrent que l'effet de la PS sur la PF varie, selon que la PS soit positive ou négative (tableau 2.5). L'impact financier est positif et significatif au seuil de 5 % pour les entreprises ayant une PS positive (soit $\beta_{11}=0,807$) et il est négatif et significatif au seuil de 10 % pour les entreprises ayant un score de PS négatif (soit $\beta_{12}=-0,336$). Cette relation asymétrique implique que les entreprises jouissant d'une PS positive peuvent profiter d'un effet positif de leurs actions sociales. À l'inverse, l'effet des actions socialement responsables est négatif auprès des entreprises dont la cote sociale est négative. Ce résultat rejoint celui de Moon (2007) qui montre que les actions sociales positives et les actions sociales négatives affectent de façon asymétrique la PF.

Les résultats de l'estimation du modèle (4), qui met en évidence trois niveaux de PS à savoir, faible, moyen et élevé, vont dans le même sens que ceux du modèle (3) et ne permettent pas de rejeter notre hypothèse (1). Les analyses montrent que l'effet de la PS est négatif et significatif au seuil de 10 % pour les entreprises ayant un faible score de PS (soit $\beta_{11}=-0,348$). Cet impact est plutôt neutre pour les entreprises dont le niveau d'implication sociale est moyen. Pour les entreprises ayant une bonne PS, l'effet de l'implication sociale sur la PF est positif et significatif au seuil de 5 % (soit $\beta_{13}=0,829$). Ce résultat corrobore celui de Bouquet et Deutsch (2008) qui affirment que les entreprises qui ont un niveau intermédiaire de PS et qui reflètent une simple conformité aux règlements et aux pressions des parties prenantes n'ont pas un impact financier positif. Par ailleurs, l'accomplissement des avantages financiers de la PS nécessite une véritable approche proactive qui va au-delà de la conformité aux règlements.

La variation de la relation en fonction du niveau d'implication sociale a également été supportée à partir du modèle (5). Les entreprises dont la PS se situe dans le 1^{er} quartile se distinguent significativement de celles du 4^{ème} quartile. En fait, lorsque les entreprises ont un score social faible, la relation entre la PS et la PF est négative, mais ce lien est positif chez des entreprises dont la PS est élevée. Lorsque les entreprises se contentent d'un niveau moyen de PS (2^{ème} et 3^{ème} quartiles), les actions sociales n'ont aucun impact financier. Johnson (2003), qui va dans le même sens, affirme qu'être socialement responsable n'offre pas nécessairement des avantages financiers aux entreprises qui respectent simplement la

réglementation, ni à celles qui s'engagent de façon fragmentée dans la RSE. Par contre, la PF peut être améliorée pour les entreprises qui optent pour une RSE stratégique.

Tableau 2.5 : Analyse de la régression *Pooled* des modèles (3), (4) et (5) sur toute la période de 1991-2007

	Modèle 3	Modèle 4	Modèle 5
Variable dépendante	ROA	ROA	ROA
PSn	-.336* (.184)		
PSp	.807** (.376)		
PSf		-.348* (.183)	
PSm		-.497 (.504)	
PSe		.829** (.383)	
PS1			-.353* (.184)
PS2			-.461 (.503)
PS3			-1.874 (1.780)
PS4			.838** (.385)
beta	-.031*** (.002)	-.033*** (.002)	-.033*** (.002)
taille	.023*** (.001)	.024*** (.001)	.0244*** (.001)
levnet	-.047*** (.006)	-.047*** (.006)	-.047*** (.006)
invest	-.268*** (.031)	-.262*** (.033)	-.265*** (.034)
PSn*taille	.102*** (.020)		
PSp*taille	-.150*** (.042)		
PSn*invest	-1.473** (.666)		
PSp*invest	5.753*** (.987)		
PSn*beta	-.133*** (.040)		
PSp*beta	-.076 (.100)		
PSf*taille		.104*** (.020)	
PSm*taille		.153** (.062)	
PSe*taille		-.158*** (.043)	
PSf*invest		-1.336** (.659)	
PSm*invest		-1.110 (1.480)	
PSe*invest		5.497*** (.997)	
PSf*beta		-.141*** (.040)	

Tableau 2.5 (suite) : Analyse de la régression *Pooled* des modèles (3), (4) et (5) sur toute la période de 1991-2007

	Modèle 3	Modèle 4	Modèle 5
Variable dépendante	ROA	ROA	ROA
PSm*beta		-.379*** (.110)	
PSe*beta		-.012 (.101)	
PS1*taille			.105*** (.020)
PS2*taille			.148** (.062)
PS3*taille			.379* (.217)
PS4*taille			-.160*** (.043)
PS1*invest			-1.383** (.662)
PS2*invest			-1.133 (1.478)
PS3*invest			-3.937 (5.139)
PS4*invest			5.574*** (1.010)
PS1*beta			-.140*** (.040)
PS2*beta			-.380*** (.110)
PS3*beta			-.313 (.417)
PS4*beta			-.013 (.101)
Constante	.038 (.024)	.009 (.025)	.009 (.025)
Industries dummies	Oui	Oui	Oui
Années dummies	Oui	Oui	Oui
Nombre d'observations	21172	21172	21172
R-carré	0.299	0.310	.310

Notes :

Le tableau 2.5 résume les résultats de l'estimation des modèles de régression *Pooled times-series cross-section* pour un panel non cylindré de 21172 observations firme année sur la période de 1991-2007. ROA est l'indicateur de PF mesuré par le taux de rendement de l'actif. PSp représente le score de la PS positive. PSn est le score de la PS négative. PSf est le score de la PS appartenant au quantile à 25%. PSm est le score de la PS supérieure au quantile à 25% et inférieure au quantile à 75%. PSe est le score de la PS appartenant au quantile à 75%. PS1 est le score de la PS appartenant au 1^{er} quartile. PS2 est le score de la PS appartenant au 2^{er} quartile. PS3 est le score de la PS appartenant au 3^{er} quartile. PS4 est le score de la PS appartenant au 4^{er} quartile. Les variables de contrôle comprennent : le risque systématique «Beta» mesuré par le bêta du marché en utilisant le MEDAF, la taille «Taille» mesurée par le logarithme de la valeur boursière des actions, le levier financier «Levnet» mesuré par le rapport de la dette à long terme nette sur la valeur boursière des actions et les dépenses en investissement «Invest» mesurées par le ratio de la somme des dépenses en R&D, en publicité et en investissement divisée par l'actif total. Les variables interactives sont représentées par les termes croisés : (PS*taille), (PS*beta) et (PS*invest). Les variables de contrôle pour l'industrie, identifiées selon la classification de Fama et French (1997), ne sont pas reportées.

En somme, les résultats des différentes spécifications montrent que l'impact de la PS sur la PF n'est pas constant à travers les niveaux de la PS. La validation empirique d'effet non monotone de la PS remet en question les résultats des travaux antérieurs, qui stipulent que la relation est linéaire et que contrairement à ce qu'affirment Lankoski (2008) et Brammer et Millington (2008), elle n'a pas une forme non linéaire simple convexe ou concave.

2.6.3. L'importance des variables modératrices

Le tableau 2.4 rapporte les résultats de l'estimation conjointe des modèles (1) et (2). Le modèle (1) inclut seulement les principaux effets des variables explicatives et des variables de contrôle alors que le modèle (2) introduit en plus les termes interactifs. Principalement, les résultats obtenus ne permettent pas de rejeter l'hypothèse 2a qui assume l'existence de facteurs modérateurs de la relation entre la PS et la PF. Pour les variables de contrôle, nous constatons que la taille (le risque et l'investissement) de l'entreprise est positivement (négativement) reliée au ROA, impliquant que les grandes entreprises (les moins risquées et les moins innovantes) semblent générer plus de PF que les petites entreprises (les plus risquées et les plus innovantes). D'ailleurs, les effets de ces variables de contrôle demeurent inchangés pour les différents modèles estimés.

L'estimation du modèle (1) permet de valider, à l'instar de Waddock et Graves (1997), un impact positif significatif de la PS sur la PF au seuil de 1 % ($\beta_1 = 0,216$). Par ailleurs, cet impact perd son caractère significatif lorsque les variables interactives sont prises en compte. L'interaction de la PS avec la taille et le risque est significative et suggère que ces facteurs jouent un rôle modérateur sur la relation entre la PS et la PF. Ce résultat implique que l'effet marginal de la PS sur la PF dépend de la taille de l'entreprise et de son niveau de risque et qu'il conduit à un non-rejet des hypothèses 2b et 2c. Le coefficient positif et significatif du terme croisé (PS*taille) au seuil de 5 % (soit $\beta_7 = .038$) met en évidence un effet amplificateur de la taille sur la relation. En effet, en ce qui concerne l'aspect financier, les entreprises de grande taille profitent davantage de leur implication sociale que les entreprises de petite taille. Cette conclusion rejoint celle d'Ioannis et Serafeim (2010) dont les résultats confirment un effet modérateur positif du facteur taille, comme *proxy* pour la visibilité. Les auteurs

montrent que les stratégies en RSE des entreprises les plus visibles affectent plus positivement la perception des analystes financiers et, par conséquent, leur PF.

Le coefficient du terme interactif (PS*beta) est significativement négatif au seuil de 1 % (soit $\beta_8 = -0,140$). Ce résultat met en évidence un effet réducteur du risque sur la relation. En fait, les entreprises risquées profitent moins des avantages financiers de leurs implications sociales que celles qui sont moins risquées. En revanche, le terme interactif (PS*invest) n'est pas significatif et indique que les dépenses en investissement n'ont pas un effet modérateur sur la relation, ce qui confirme le résultat de Wang et Choi (2010).

En somme, si la PS ne semble pas affecter directement la PF, nos résultats montrent que c'est plutôt l'effet indirect de la PS via respectivement la taille et le niveau de risque qui a un impact sur la PF. Il est important de préciser qu'il s'agit ici d'un effet pur modérateur car la relation entre la PS et la PF n'est pas significative. Ainsi, la variable taille (risque) a un pur effet modérateur positif (négatif) sur l'impact financier de la PS. Cela signifie que plus la taille (niveau de risque) de l'entreprise augmente, plus la relation entre la PS et la PF sera forte (faible). Notre explication de la neutralité de la relation directe entre la PS et la PF prolonge l'analyse de Surroca et *al.* (2010), pour qui l'impact positif de la PS sur la PF est fallacieux. Les auteurs mettent en évidence un effet indirect de la PS sur la PF en raison de la présence de facteurs modérateurs.

Afin de tester l'effet modérateur de la taille, du risque et de l'investissement en tenant compte d'une éventuelle relation non linéaire entre la PS et la PF, nous avons estimé les modèles 3, 4 et 5. Les résultats de l'estimation de ces différentes spécifications, rapportés au tableau 2.5, ne permettent pas de rejeter nos hypothèses 2a, 2b, 2c et 2d. Ils appuient nos conclusions quant à la pertinence d'introduire la taille, le risque et les dépenses en investissements comme facteurs modérateurs.

Les résultats obtenus à partir du modèle (3) montrent que le facteur taille a un effet réducteur, alors que le niveau de risque et les dépenses en investissements exercent un effet amplificateur sur la relation. Le coefficient négatif significatif au seuil de 1 % (soit $\beta_{72} = -0,150$) du terme interactif (P_{Sp}*taille) signifie que l'effet marginal positif de la P_{Sp} sur la PF décroît avec la taille. Cela implique que le facteur taille atténue l'impact positif de la PS sur la PF pour les entreprises ayant une PS positive. Pour les entreprises dont la PS est négative, le coefficient du terme croisé (P_{Sn}*taille) est positif significatif au seuil de 1 % (soit $\beta_{71} = 0,102$), ce qui suggère également que la taille atténue l'effet marginal négatif de la P_{Sn} sur la PF.

En ce qui concerne le facteur risque, les résultats obtenus montrent que son effet sur la relation dépend du niveau de la PS. L'effet modérateur du risque est significatif négatif au seuil de 1 % pour l'échantillon des entreprises ayant une PS négative (soit $\beta_{81} = -0,133$). Ce résultat signifie que le risque amplifie l'impact négatif de la PS sur la PF pour les entreprises ayant une cote sociale négative. En effet, les entreprises ayant un score social négatif et un niveau de risque élevé seront davantage pénalisées financièrement que les entreprises à faible niveau de risque. L'effet modérateur du risque n'est toutefois pas significatif pour les entreprises ayant un score positif de PS.

Le coefficient positif significatif du terme interactif (P_{Sp}*invest) au seuil de 1 % (soit $\beta_{82} = 5,753$) supporte l'effet amplificateur des dépenses en investissement sur la relation pour les entreprises à PS positive. Cela implique que pour les entreprises dont la PS est positive, l'effet financier positif de la PS est plus fort pour les entreprises les plus innovantes. Le coefficient négatif significatif au seuil de 5 % (soit $\beta_{82} = -1,473$) du terme interactif (P_{Sn}*invest) montre que les dépenses en investissement viennent également amplifier l'effet négatif de la P_{Sn} sur la PF. Ce résultat suggère que l'impact financier négatif de la PS auprès des entreprises ayant un score social négatif est d'autant plus important pour les entreprises les plus innovantes.

En somme, les résultats obtenus à partir du modèle 3 permettent principalement de valider empiriquement deux effets opposés affectant la relation entre la PS et la PF, à savoir l'effet risque qui joue le rôle de facteur réducteur et les effets joints de la taille et de

l'investissement qui exercent plutôt un effet amplificateur. L'existence de ces effets indirects de la PS sur la PF, par le biais des facteurs taille, risque et investissement, met en évidence le caractère contingent de la relation mais elle tient également compte de la dynamique non linéaire de ce lien. Les résultats de l'estimation des modèles 4 et 5 permettent non seulement de soutenir le rôle modérateur que jouent les facteurs taille, risque et investissement, mais également de montrer que l'effet de ces facteurs sur la relation n'est pas homogène à travers les niveaux de la PS.

Les résultats obtenus à partir des spécifications 4 et 5 (tableau 2.5) par rapport à l'effet de la taille montrent que l'impact de la PS sur la PF est tempéré par ce facteur, indépendamment du niveau de PS. Pour les niveaux faible et moyen (élevé) de PS, la taille réduit l'effet financier négatif (positif) de la PS. En effet, les plus grandes entreprises qui ont une PS faible ou moyenne sont moins pénalisées financièrement que les entreprises moins grandes. Également, les grandes entreprises ayant une bonne PS vont moins profiter financièrement de leurs implications sociales que les plus petites.

En ce qui a trait au risque, les résultats de l'estimation énoncent que l'effet des termes croisés dépend du niveau de la PS. En effet, les coefficients des termes interactifs de la PS faible ou moyenne (soit PSf et PSm pour le modèle 4 ou PS1 et PS2 pour le modèle 5) avec le bêta sont négatifs et significatifs, ce qui indique que le niveau de risque amplifie l'impact financier négatif des actions sociales auprès des entreprises à PS faible ou moyenne. Ces entreprises font donc face à un risque extra-financier. Toutefois, pour l'entreprise ayant une PS élevée, le niveau de risque n'affecte aucunement la relation entre la PS et la PF.

En ce qui a trait aux dépenses en investissement, les résultats de l'estimation montrent également un effet amplificateur de ce facteur pour certains niveaux de la PS. Cet effet est seulement validé pour des niveaux faibles ou élevés de PS. En fait, le coefficient du terme interactif de la PS faible (soit PSf pour le modèle 4 ou PS1 pour le modèle 5) avec l'investissement est négatif et significatif, indiquant que l'impact financier négatif de la PS pour les entreprises les moins responsables est d'autant plus important que les entreprises sont innovantes.

Au niveau de la PS élevée, le coefficient du terme interactif avec l'investissement est positif et significatif, indiquant que l'impact financier positif de la PS pour les entreprises dont le score social est élevé est d'autant plus important que les entreprises sont innovantes. Pour des niveaux de PS moyenne, l'investissement ne joue pas de rôle de modérateur sur la relation. Ces résultats confirment l'argument de la théorie révisionniste qui stipule que la réduction des coûts et l'accroissement des revenus liés à la PS reposent sur les technologies innovatrices. En fait, selon Porter et Van der Linde (1995), la pression pour améliorer la PE stimule l'innovation. Cette dernière génère une compensation qui peut être partielle, égale ou plus grande que les coûts subits pour améliorer la PE.

En somme, nos résultats montrent que les coefficients des termes interactifs sont significatifs dans la majorité des différentes spécifications retenues. Ces résultats ne permettent pas de rejeter les hypothèses relatives à l'effet des facteurs modérateurs, à savoir la taille, le risque et l'investissement (soit H2a, H2b, H2c et H2d). Les résultats montrent que ces différentes variables intégrées comme termes croisés avec la PS ont une incidence différente sur la relation. En fait, la taille joue le rôle de facteur qui tempère l'impact de la PS sur la PF. À l'opposé, les variables bêta et dépenses en investissement viennent renforcer cet impact. En outre, le signe et la significativité de ces termes interactifs ne sont pas constants mais dépendent du niveau de la PS. À la lumière de ces résultats, toute relation entre la PS et la PF doit non seulement tenir compte du niveau de la PS, mais également de l'effet indirect de la PS par le biais de la taille, du risque et de l'investissement. Ces facteurs spécifiques à l'entreprise peuvent expliquer la variabilité de l'impact de la PS sur la PF, étant donné que des investissements égaux en RSE ne génèrent pas une augmentation de la même amplitude de la PF. Ces conclusions suggèrent donc qu'en plus des variables de contrôle, les facteurs modérateurs doivent être pris en considération lors de l'examen de la relation entre la PS et la PF.

2.6.4. L'impact de la PS sur la PF varie dans le temps

En empilant les données de toute la période couverte (soit de 1991-2007), trois spécifications (modèles 2, 3 et 4) ont été utilisées comme modèle de référence pour tester l'hypothèse 3 qui stipule que l'impact de la PS sur la PF n'est pas stable à travers le temps. Afin de vérifier s'il y a un changement significatif de cet impact dans le temps, nous avons, dans un premier temps, subdivisé notre période d'étude en deux sous-périodes, soit 1991-2000 et 2001-2007. Dans un deuxième temps, nous avons subdivisé cette période en 4 sous-périodes, soit 1991-1994, 1995-1999, 2000-2002 et 2003-2007. Cette dernière décomposition nous a permis non seulement d'isoler l'effet de la période 2000-2002, qui correspond à l'éclatement de la bulle Internet³⁵, mais également de distinguer la période de croissance soutenue pendant les années 90³⁶ (1991-1999) de celle présentant un ralentissement économique (2002-2007).

Conformément à notre hypothèse 3, les résultats résumés dans les tableaux 2.6, 2.7 et 2.8 montrent que l'impact de la PS sur la PF varie dans le temps, quelle que soit la spécification choisie. Durant les périodes antérieures, la relation entre la PS et la PF est en général non significative. Pour les périodes plus récentes, l'impact de la PS sur la PF est plus significatif. En testant nos différentes spécifications sur les sous-périodes 1991-2000 et 2001-2007, les résultats obtenus avec l'échantillon total ne sont pas confirmés. La relation entre la PS et la PF est non significative dans l'échantillon global. Par ailleurs, ce constat général sur la relation cache une disparité entre les sous-échantillons. Les résultats obtenus à partir du modèle 2 (tableau 2.6) montrent que l'impact de la PS sur la PF est négatif et significatif au seuil de 10 % seulement sur la période 2003-2007 (soit $\beta_1 = -0,296$). Pour les autres sous-périodes, la relation entre la PS et la PF demeure non significative. Lorsqu'on distingue l'impact de la PS négative de la PS positive sur la PF, la variation du comportement de la relation est plus claire. En fait, l'impact de la PSn et celui de la PSp, qui sont respectivement négativement et positivement significatifs au seuil de 5 % et de 10 % sur la PF pour l'échantillon total, devient non significatif sur la sous-période 1991-2000. Par ailleurs, sur les périodes plus récentes, soit 2001-2007, les effets de PSn et PSp sont significatifs au seuil de

³⁵ Durant cette période, on a eu une chute de la PF de la majorité des entreprises après cet événement. Il est donc possible qu'on soit en présence de biais lié au choix de la période de 2000 à 2002.

³⁶ Référence : <http://www.ic.gc.ca/eic/site/eas-aes.nsf/fra/ra01921.html>.

1% (soit $\beta_{11} = -0,515$ et $\beta_{12} = 1,088$). Ces résultats sont confirmés en utilisant la deuxième décomposition dans laquelle la relation n'est significative que durant la sous-période 2003-2007. Les résultats obtenus à partir de l'échantillon couvrant la période d'étude totale peuvent être déduits par les résultats des périodes récentes, mais ils peuvent également être dus au nombre d'entreprises évaluées au niveau de leur PSE, nombre qui a explosé à partir de 2003³⁷. Durant la crise boursière, soit de 2000 à 2002, le marché récompense les entreprises qui ont une PS positive et ne réagit pas aux entreprises ayant une PS négative. Sur une période plus récente, soit 2003-2007, l'impact est significativement négatif au seuil de 1 % pour les entreprises dont la PS est négative. À l'inverse, l'effet est positif significatif au seuil de 5 % pour les entreprises ayant une PS positive.

³⁷ Sur la période de 2003 à 2007 s'ajoutent les entreprises appartenant à l'indice Russell 2000 et à l'indice BMS. L'échantillon s'accroît pour atteindre un nombre approximatif de 3100 entreprises, comparativement à 1100 entreprises en 2002.

Tableau 2.6: Analyse de la régression *Pooled* du modèle (2) à travers le temps

Variable dépendante	ROA		ROA				ROA
	1991-2000	2001-2007	1991-1994	1995-1999	2000-2002	2003-2007	1991-2007
PS	.012 (.225)	-.205 (.148)	.179 (.304)	-.283 (.250)	.361 (.252)	-.296* (.152)	-.017 (.145)
Beta	-.008** (.003)	-.030*** (.002)	-.007 (.006)	-.006 (.005)	-.052*** (.004)	-.027*** (.002)	-.031*** (.001)
Taille	.014*** (.001)	.020*** (.001)	.014*** (.002)	.015*** (.001)	.016*** (.001)	.020*** (.001)	.020*** (.001)
levnet	-.085*** (.012)	-.042*** (.007)	-.098*** (.018)	-.079*** (.015)	-.072*** (.013)	-.039*** (.007)	-.048*** (.006)
invest	.114*** (.038)	-.275*** (.029)	.094** (.042)	.106** (.049)	.047 (.052)	-.295*** (.031)	-.197*** (.025)
PS*taille	.012 (.022)	.065*** (.017)	.005 (.030)	.032 (.027)	-.01 (.025)	.073*** (.017)	.038** (.016)
PS*invest	.453 (.527)	.13 (.579)	.11 (.594)	1.079 (.823)	1.168 (.953)	-.179 (.597)	.631 (.472)
PS*beta	.017 (.063)	-.130*** (.037)	-.038 (.091)	.061 (.087)	-.143 (.094)	-.092** (.038)	-.140*** (.033)
Constante	.088*** (.013)	-.009 (.021)	.110*** (.018)	.068*** (.017)	-.039** (.015)	.015 (.023)	.035 (.023)
Industries dummies	Oui						
Années dummies	Oui						
Observations	5800	15372	2309	2899	2651	13313	21172
R-carré	.356	.339	.399	.361	.366	.354	.302

Notes :

Le tableau 2.6 résume les résultats de l'estimation des modèles de régression *Pooled times-series cross-section* pour un panel non cylindré sur les sous-périodes respectives 1991-2000, 2001-2007, 1991-1994, 1995-1999, 2000-2002, 2003-2007. ROA est l'indicateur de PF mesuré par le taux de rendement de l'actif. PS est la mesure de performance sociale globale qui combine les forces (*strengths*) et les faiblesses (*concerns*). Les variables de contrôle comprennent : le risque systématique «Beta» mesuré par le bêta du marché en utilisant le MEDAF, la taille «Taille» mesurée par le logarithme de la valeur boursière des actions, le levier financier «Levnet» mesuré par le rapport de la dette à long terme nette sur la valeur boursière des actions et les dépenses en investissement «Invest» mesurées par le ratio de la somme des dépenses en R&D, en publicité et en investissement divisée par l'actif total. Les variables interactives sont représentées par les termes croisés : (PS*taille), (PS*beta) et (PS*invest). Les variables de contrôle pour l'industrie, identifiées selon la classification de Fama et French (1997), ne sont pas reportées.

*** significatif à 1% ($p < 0.01$); ** significatif à 5% ($p < 0.05$); * significatif à 10% ($p < 0.1$).

Tableau 2.7: Analyse de la régression *Pooled* du modèle (3) à travers le temps

Variable dépendante	ROA		ROA				ROA
	1991-2000	2001-2007	1991-1994	1995-1999	2000-2002	2003-2007	1991-2007
PSn	-.339 (.326)	-.515*** (.173)	-.233 (.467)	-.610 (.387)	-.385 (.294)	-.521*** (.174)	-.336* (.184)
PSp	.519 (.451)	1.088*** (.358)	.911 (.600)	.241 (.444)	1.722*** (.495)	.851** (.359)	.807** (.376)
Beta	-.009* (.005)	-.029*** (.002)	-.006 (.007)	-.008 (.007)	-.047*** (.004)	-.027*** (.002)	-.031*** (.002)
Taille	.017*** (.002)	.0238*** (.001)	.016*** (.002)	.018*** (.002)	.022*** (.002)	.023*** (.001)	.023*** (.001)
Levnet	-.083*** (.012)	-.041*** (.007)	-.097*** (.018)	-.076*** (.015)	-.069*** (.013)	-.040*** (.007)	-.047*** (.006)
Invest	.141*** (.045)	-.334*** (.033)	.124** (.055)	.127** (.054)	.005 (.062)	-.341*** (.035)	-.268*** (.031)
PSn*taille	.051 (.031)	.120*** (.019)	.0454 (.0461)	.075** (.038)	.078** (.031)	.118*** (.019)	.102*** (.020)
PSp*taille	-.059 (.047)	-.163*** (.044)	-.079 (.067)	-.057 (.052)	-.190*** (.052)	-.138*** (.044)	-.150*** (.042)
PSn*invest	1.259 (.769)	-1.617** (.706)	.911 (1.050)	1.813* (1.086)	.352 (1.283)	-1.739** (.727)	-1.473** (.666)
PSp*invest	-.414 (.900)	6.572*** (1.480)	-.965 (1.116)	.571 (1.177)	4.307** (1.944)	6.359*** (1.524)	5.753*** (.987)

Tableau 2.7 (suite): Analyse de la régression *Pooled* du modèle (3) à travers le temps

Variable dépendante	ROA		ROA				ROA
	1991-2000	2001-2007	1991-1994	1995-1999	2000-2002	2003-2007	1991-2007
PSn*beta	.022 (.091)	-.104** (.044)	-.0030 (.132)	.0462 (.126)	.004 (.108)	-.073 (.045)	-.133*** (.040)
PSp*beta	.073 (.136)	-.242** (.113)	-.0628 (.170)	.168 (.182)	-.559* (.293)	-.209* (.113)	-.076 (.100)
Constante	.066*** (.017)	-.033 (.022)	.088*** (.025)	.043* (.022)	-.081*** (.019)	-.008 (.022)	.011 (.024)
Industries dummies	Oui	Oui	Oui	Oui	Oui	Oui	Oui
Années dummies	Oui	Oui	Oui	Oui	Oui	Oui	Oui
Observations	5800	15372	2309	2899	2651	14353	21172
R-carré	.359	.344	.401	.366	.373	.351	.310

Notes :

Le tableau 2.7 résume les résultats de l'estimation des modèles de régression *Pooled times-series cross-section* pour un panel non cylindré sur les sous-périodes respectives 1991-2000, 2001-2007, 1991-1994, 1995-1999, 2000-2002, 2003-2007. ROA est l'indicateur de PF mesuré par le taux de rendement de l'actif. PSp représente le score de la PS positive. PSn est le score de la PS négative. Les variables de contrôle comprennent : le risque systématique «Beta» mesuré par le bêta du marché en utilisant le MEDAF, la taille «Taille» mesurée par le logarithme de la valeur boursière des actions, le levier financier «Levnet» mesuré par le rapport de la dette à long terme nette sur la valeur boursière des actions et les dépenses en investissement «Invest» mesurées par le ratio de la somme des dépenses en R&D, en publicité et en investissement divisée par l'actif total. Les variables interactives sont représentées par les termes croisés : (PS*taille), (PS*beta) et (PS*invest). Les variables de contrôle pour l'industrie, identifiées selon la classification de Fama et French (1997), ne sont pas reportées.

*** significatif à 1% ($p < 0.01$); ** significatif à 5% ($p < 0.05$); * significatif à 10% ($p < 0.1$).

Ce résultat est également supporté par la spécification 4, qui permet d'examiner l'interaction à différents niveaux de PS (tableau 2.8). Les résultats de l'estimation de ce modèle sur la période 1991-2000 montrent que les coefficients de PSf, PSm et PSe ne sont pas significatifs, contrairement à la période 2001-2007 où l'impact est significatif aux différents niveaux de PS (soit $\beta_{11} = -0,538$, $\beta_{12} = -1,089$ et $\beta_{13} = 1,218$). Cela implique que durant les périodes récentes, le marché intègre l'information sur la PS en récompensant les entreprises à PS élevée et en pénalisant celles qui ont une PS moyenne ou faible. Toutefois, durant la période 1995-1999, seul le coefficient au niveau de la PS faible est significatif au seuil de 5 % (soit $\beta_{11} = -0,753$). Ces résultats signifient que durant cette période, le marché ne réagit que face à des actions sociales extrêmement négatives.

Tableau 2.8: Analyse de la régression *Pooled* du modèle (4) à travers le temps

Variable dépendante	ROA		ROA				ROA
	1991-2000	2001-2007	1991-1994	1995-1999	2000-2002	2003-2007	1991-2007
PSf	-.408 (.313)	-.538*** (.174)	-.278 (.461)	-.753** (.365)	-.381 (.292)	-.559*** (.183)	-.348* (.183)
PSm	.877 (.896)	-1.089** (.537)	.526 (1.507)	1.134 (1.165)	-.547 (1.124)	-1.142** (.557)	-.497 (.504)
PSe	.416 (.433)	1.218*** (.366)	.827 (.597)	.112 (.414)	1.730*** (.514)	.994*** (.384)	.829** (.383)
Beta	-.012** (.005)	-.030*** (.002)	-.005 (.008)	-.015* (.008)	-.048*** (.005)	-.028*** (.002)	-.033*** (.002)
Taille	.016*** (.002)	.024*** (.001)	.016*** (.003)	.017*** (.002)	.022*** (.002)	.024*** (.001)	.024*** (.001)
Levnet	-.083*** (.012)	-.041*** (.007)	-.097*** (.018)	-.076*** (.015)	-.069*** (.013)	-.038*** (.007)	-.047*** (.006)
Invest	.164*** (.050)	-.341*** (.036)	.130** (.061)	.160*** (.060)	.013 (.068)	-.359*** (.039)	-.262*** (.033)
PSf*taille	.058* (.030)	.123*** (.019)	.051 (.046)	.090** (.036)	.079** (.031)	.123*** (.020)	.104*** (.020)
PSm*taille	-.070 (.098)	.219*** (.068)	-.029 (.175)	-.062 (.124)	.106 (.139)	.217*** (.072)	.153** (.062)
PSe*taille	-.049 (.046)	-.184*** (.045)	-.074 (.068)	-.049 (.052)	-.195*** (.055)	-.161*** (.048)	-.158*** (.043)

Tableau 2.8 (suite): Analyse de la régression *Pooled* du modèle (4) à travers le temps

Variable dépendante	ROA		ROA				ROA
	1991-2000	2001-2007	1991-1994	1995-1999	2000-2002	2003-2007	1991-2007
PSf*invest	1.221 (.768)	-1.483** (.701)	.858 (1.047)	1.809* (1.092)	.264 (1.257)	-1.626** (.741)	-1.336** (.659)
PSm*invest	5.096** (2.265)	-2.669* (1.527)	2.200 (2.792)	7.262** (2.923)	1.684 (3.917)	-3.250** (1.595)	-1.110 (1.480)
PSe*invest	-.905 (.932)	6.662*** (1.498)	-1.043 (1.164)	-.197 (1.228)	4.104** (2.013)	6.059*** (1.627)	5.497*** (.997)
PSf*beta	.025 (.090)	-.109** (.043)	.006 (.131)	.0350 (.124)	-.011 (.109)	-.091** (.046)	-.141*** (.040)
PSm*beta	-.365 (.247)	-.240** (.114)	.067 (.336)	-.925** (.406)	-.148 (.400)	-.166 (.114)	-.379*** (.110)
PSe*beta	.128 (.133)	-.194* (.114)	-.055 (.173)	.298 (.185)	-.491 (.309)	-.110 (.116)	-.012 (.101)
Constante	.071*** (.018)	-.037* (.022)	.088*** (.026)	.052** (.024)	-.082*** (.021)	-.009 (.024)	.0097 (.025)
Industries dummies	Oui	Oui	Oui	Oui	Oui	Oui	Oui
Années dummies	Oui	Oui	Oui	Oui	Oui	Oui	Oui
Observations	5800	15372	2309	2899	2651	13313	21172
R-carré	.362	.345	.403	.372	.373	.360	.310

Notes :

Le tableau 2.8 résume les résultats de l'estimation des modèles de régression *Pooled times-series cross-section* pour un panel non cylindré sur les sous-périodes respectives 1991-2000, 2001-2007, 1991-1994, 1995-1999, 2000-2002, 2003-2007. ROA est l'indicateur de PF mesuré par le taux de rendement de l'actif. PSf est le score de la PS appartenant au quantile à 25%. PSm est le score de la PS supérieure au quantile à 25% et inférieure au quantile à 75%. PSe est le score de la PS appartenant au quantile à 75%. Les variables de contrôle comprennent : le risque systématique «Beta» mesuré par le bêta du marché en utilisant le MEDAF, la taille «Taille» mesurée par le logarithme de la valeur boursière des actions, le levier financier «Levnet» mesuré par le rapport de la dette à long terme nette sur la valeur boursière des actions et les dépenses en investissement «Invest» mesurées par le ratio de la somme des dépenses en R&D, en publicité et en investissement divisée par l'actif total. Les variables interactives sont représentées par les termes croisés : (PS*taille), (PS*beta) et (PS*invest). Les variables de contrôle pour l'industrie, identifiées selon la classification de Fama et French (1997), ne sont pas reportées.

*** significatif à 1% ($p < 0.01$); ** significatif à 5% ($p < 0.05$); * significatif à 10% ($p < 0.1$).

En somme, l'examen de l'impact de la PS sur la PF à travers différentes sous-périodes confirme l'hypothèse selon laquelle la relation n'est pas stable à travers le temps. Ce résultat rejoint les conclusions de certains travaux récents qui suggèrent que la relation varie dans le temps (Lankoski, 2008; Platon et Elsayed, 2005; Barnett, 2007; Bird et *al.*, 2007; Brammer et Millington, 2008; Ioannou et Serafeim, 2010). Nos résultats montrent que l'impact de la PS sur la PF est plus significatif durant les périodes récentes que durant les périodes antérieures. En fait, durant les périodes récentes, le marché semble être sensible aux différents niveaux de PS. En fait, seules les entreprises qui sont proactives au niveau de leur pratique de la RSE profitent d'un retour financier positif. Les entreprises qui ont un score moyen ou faible de PS sont pénalisées par le marché. Pour les périodes antérieures, l'impact direct de la PS sur la PF n'est pas significatif. Toutefois, l'effet de la PS combinée à d'autres variables financières telles que la taille, le risque et l'investissement affectent la PF. Il faut noter également que la significativité de ces facteurs modérateurs varie dans le temps. Par exemple, sur la période 1991-2000, les facteurs taille, risque et investissement qui ne jouent aucun rôle dans la relation entre la PS et la PF sont significatifs sur la période plus récente 2001-2007.

Ces résultats mettent en évidence l'évolution du concept de la RSE qui a gagné en légitimité ces dernières années et dans lequel l'implication sociale est perçue positivement par le marché³⁸. L'institutionnalisation de la RSE, l'évolution des perceptions des parties prenantes et des normes et standards sociaux³⁹ ainsi que l'accessibilité de l'information sociale et environnementale sont autant de facteurs qui expliquent l'évolution de la dynamique de la relation. Notre explication de ces résultats prolonge l'analyse de Lankoski (2008) pour qui les facteurs exogènes déterminant la relation entre la PS et la PF ne sont pas forcément stables. L'auteur opte ainsi pour une relation à effet retardé qui dépend de l'évolution de la combinaison des facteurs spécifiques à la firme et des enjeux sociaux. Barnett et Salomon (2006) soulignent également que cette relation n'est pas stable étant donné que les préférences du marché pour certaines dimensions de la RSE changent à travers

³⁸ Ioannou et Serafeim (2010) qui examinent l'impact de l'implication sociale sur les recommandations des analystes montrent qu'il y a un changement favorable des perceptions de ces derniers en faveur des entreprises responsables.

³⁹ Maignan et Ferrell (2003) mettent l'accent sur le caractère dynamique et évolutif des standards éthiques qui font varier la définition même de la RSE.

le temps. Les grands changements dans les caractéristiques et les préférences des parties prenantes dans différents contextes et dans le temps constituent d'autres explications pour la non-stabilité de la relation (Griffin, 2000).

Afin d'isoler l'effet des critères d'exclusion qui sont conceptuellement différents des autres dimensions (Hillman et Keim, 2001; Callan et Thomas, 2009), nous avons considéré une deuxième mesure globale de PS sans critères d'exclusion. L'ensemble des analyses a été reconduit à partir de cette mesure. Les résultats obtenus demeurent sensiblement les mêmes⁴⁰.

2.7. Conclusion et discussion

L'importance des enjeux sociaux et environnementaux est de moins en moins incontestée dans le monde des affaires. À présent, l'entreprise est tenue de composer avec une nouvelle réalité qui l'oblige à concilier sa performance financière et ses obligations sociales et environnementales. Compte tenu de l'intérêt récent accru pour la RSE, les recherches doivent apporter une explication plus globale de la PS et de ses implications financières. Une bonne compréhension de la relation entre la PS et la PF permettra d'aider les régulateurs, les investisseurs et les gestionnaires de l'entreprise dans leurs processus de décision.

La littérature autour de la relation entre la PS et la PF est largement développée sans pour autant parvenir à un consensus sur la nature et le mécanisme d'interaction. Cet état mitigé est expliqué par diverses limites méthodologiques. En particulier, les modèles utilisés pour appréhender la relation entre la PS et la PF ne sont pas appropriés pour tenir compte de la complexité de ce lien. Les modèles utilisés sont généralement linéaires et mal spécifiés et ils ne tiennent pas compte des facteurs modérateurs qui peuvent affecter le signe et la force de la relation. Afin d'apporter une meilleure compréhension de la relation, cette recherche s'est attardée aux principales sources de complexité de ce lien, à savoir la non-linéarité, le caractère contingent et la dimension temporelle. L'analyse de ces différents aspects de la relation constitue une participation importante au débat autour de cette thématique. Dans ce sens, notre étude contribue à ce débat en permettant d'examiner, à partir de développements

⁴⁰ Les résultats des analyses avec la mesure agrégée sans critères d'exclusion ne sont pas rapportés, mais sont disponibles sur demande.

empiriques : (1) la non-linéarité de la relation en testant l'impact de la PS sur la PF à différents niveaux d'implications sociales, (2) la non-uniformité de ce lien en analysant le rôle de trois leviers financiers, à savoir la taille, le risque systématique et les dépenses en investissement comme facteurs modérateurs affectant la relation et (3) l'évolution de la relation en testant la stabilité de l'impact de la PS sur la PF à travers le temps. Notre objectif principal, à travers ce travail, dépasse le simple questionnement sur l'existence d'une relation standard entre la PS et la PF. Nous tentons d'explicitier la nature complexe de la relation en nous interrogeant sur les mécanismes et les facteurs dans lesquels les stratégies sociales et environnementales de l'entreprise auraient un impact sur la PF. Une meilleure compréhension de la nature de l'impact financier dans des circonstances particulières permettrait de mieux aider les gestionnaires face aux nouveaux défis des pratiques sociales.

Selon Margolis et Walsh (2003):

« Before rushing off to find the missing link between a firm's social and financial performance, all in hopes of advancing the cause of social performance, we need to understand the conditions under which a corporation's efforts benefit society » (p. 297)

En s'appuyant sur un échantillon non cylindré de données de *panel* de 21172 observations firme année sur la période de 1991-2007, cet article apporte de nouveaux éléments permettant de mieux expliciter le mécanisme d'interaction entre la PS et la PF. Nous avons démontré que l'impact de la PS sur la PF n'est pas forcément monotone, comme le supposent la majorité des travaux antérieurs, ni en forme concave ou convexe, comme il est suggéré dans certains écrits récents, mais qu'il varie plutôt en fonction du niveau de la PS. Ce résultat signifie que la relation n'affecte pas nécessairement de façon linéaire différents niveaux de PS. En effet, les entreprises ayant une PS positive peuvent espérer un impact financier positif de leurs implications sociales. À l'inverse, l'implication sociale pour les entreprises irresponsables (i.e. ayant une PS négative) ne permet pas d'augmenter la PF. Bien au contraire, elle l'affecte négativement. En considérant des niveaux intermédiaires de PS, nos résultats suggèrent que les entreprises ayant un niveau élevé de PS peuvent profiter d'une amélioration de leur PF. Toutefois, les entreprises ayant un niveau moyen de PS ne

bénéficieront pas d'un avantage financier par rapport à leurs concurrents. Par contre, les entreprises qui affichent un score faible de PS vont avoir un impact financier négatif.

Ce résultat nous ramène à la question : Est-ce que plus est toujours mieux? D'après nos résultats, la réponse est oui, mais dans un contexte restreint qui ne compte que les entreprises qui maintiennent une bonne PS et qui peuvent tirer le meilleur parti de leurs pratiques sociales et de leurs bonnes relations avec leurs parties prenantes. À ce stade, nous apportons une validation de la théorie des parties prenantes, notamment l'hypothèse de l'impact social. Dans ce cas, les gestionnaires doivent continuer à investir de façon proactive pour renforcer leur crédibilité vis-à-vis de leurs parties prenantes et améliorer leur PS. Ainsi, pour tirer le maximum de leur investissement en RSE, les entreprises doivent rester constamment responsables pour pouvoir maintenir un avantage comparatif par rapport à leurs concurrents (i.e. Nike). D'après une classification des entreprises selon leur niveau d'implication sociale, Johnson (2003) suggère que les entreprises adoptant une RSE stratégique sont plus incitées à améliorer leur PF. Ces entreprises sont caractérisées par leur ciblage de domaines spécifiques de la RSE. Ainsi, les entreprises qui sont capables de réaligner leur stratégie pour intégrer la RSE dans leurs pratiques auraient, selon Zadek (2004), un avantage comparatif sur leurs concurrents, ce qui contribuerait à renforcer leur PF. Cette idée est notamment reprise par Husted et Salazar (2006) qui montrent que les entreprises qui gèrent stratégiquement leurs actions sociales peuvent avoir une valeur ajoutée et un avantage compétitif, contrairement aux entreprises qui optent pour une RSE coercitive (i.e. les actions sociales sont dictées par les lois et les règlements).

En ce qui concerne les entreprises ayant une PS moyenne, la relation n'est pas significative. Ce niveau de PS ne semble pas suffisant pour générer un gain financier. En ce sens, Johnson (2003) affirme que les entreprises qui adoptent un niveau de RSE conformiste ou fragmenté n'obtiennent aucun avantage compétitif ni financier de leurs activités. Dans le même sens, Bouquet et Deutsch (2007) montrent que les entreprises qui restent collées à un niveau intermédiaire de PS ne vont pas bénéficier d'un impact financier positif. En fait, les entreprises qui optent pour un niveau intermédiaire de PS n'arrivent pas à épargner pour des investissements alternatifs ni à se différencier par rapport à leurs concurrents, qui ont soit une PS élevée, soit une PS faible (Brammer et Millington, 2008). Par ailleurs, les entreprises

ayant ce niveau intermédiaire de PS évitent les coûts liés aux litiges ou aux problèmes de non-conformité aux lois et aux règlements. Selon Zadek (2004), ce niveau de conformisme permet de créer de la valeur en ce sens qu'il va protéger la réputation de l'entreprise et la prémunir contre le risque de litige.

À de faibles niveaux de PS, l'impact de la PS sur la PF est négatif. Ce résultat suggère que l'amélioration des actions sociales chez les entreprises irresponsables ne permet pas de relabir la confiance du marché étant donné qu'elles n'ont pas encore atteint un niveau moyen de PS. La cotation négative peut être interprétée comme le reflet d'une mauvaise maîtrise du risque (i.e. risque de conflits sociaux et risque de faillite) qui est susceptible, notamment, de nuire à leur image, à leur réputation et par là-même, à leur PF. Selon Johnson (2003), la baisse de la PF chez les entreprises ayant une mauvaise cote sociale est le résultat du temps et de l'argent dépensés dans les procédures légales, particulièrement la mauvaise publicité et la réputation.

En somme, étant donné que l'impact financier diffère d'un niveau de PS à l'autre, les recherches, qui utilisent des modèles linéaires ou des formes quadratiques, vont être incapables de capturer la relation ou vont trouver une relation moyenne qui ne reflète pas la disparité constatée au niveau du comportement de la relation.

De plus, les résultats de cette étude suggèrent que pour une meilleure compréhension de la relation, on ne doit pas se concentrer uniquement sur l'effet direct de la PS sur la PF. L'examen des facteurs modérateurs qui affectent la relation doit être pris en considération. La prise en compte de ces facteurs nous a permis de distinguer les mécanismes indirects par lesquels la PS peut affecter la PF des effets directs. Nos résultats suggèrent que l'introduction de l'effet simultané de ces facteurs avec la PS permet une meilleure explication de la relation. En fait, il semble y avoir des différences significatives de l'impact de la PS sur la PF pour les entreprises de différentes tailles, de différents niveaux de risque et de différentes dépenses en investissement. En outre, le signe et l'intensité de l'effet modérateur de ces différents facteurs varient sensiblement en fonction du niveau de PS. Ces résultats sont cohérents avec plusieurs travaux qui suggèrent que la relation est complexe et qu'elle est contingentée à plusieurs facteurs spécifiques à l'entreprise (Marom, 2006; Lankoski, 2008; Van Beurden et Gossling,

2008). Notre interprétation de ces résultats est que la PS peut avoir un impact sur la PF, mais que celle-ci dépend de certaines caractéristiques spécifiques de l'entreprise.

En somme, nos résultats, qui montrent que la relation entre PS et PF est modérée par la taille, le niveau de risque et les dépenses en investissement, impliquent que la relation n'est pas aussi simple et directe que les travaux antérieurs l'ont supposée. Pour comprendre pleinement l'implication financière de la PS des entreprises, il est nécessaire de se pencher sur les facteurs spécifiques internes et externes de l'entreprise qui peuvent modérer la relation. Accorder plus d'importance aux facteurs de contingences environnementales et organisationnelles de l'entreprise permettra de mieux saisir la nature complexe de la relation.

En examinant l'impact de la PS sur la PF à travers le temps, nos résultats démontrent que les conclusions obtenues sur toute la période (soit 1991-2007) ne sont pas confirmées sur les différentes sous-périodes (soit 1991-1999, 2000-2002, 2003-2007). En fait, les résultats sont plus significatifs et stables sur les périodes récentes (soit 2001 à 2007). Ce résultat met l'accent sur l'importance de la dimension temporelle dans la lecture de la littérature portant sur la thématique. En effet, les différentes relations trouvées reflètent plutôt l'état d'évolution de la pratique de la RSE. Sur la période 2003-2007, qui correspond à une phase de ralentissement économique, le marché semble plus réceptif aux activités RSE, comparativement aux périodes de croissance économique (soit 1991-1999). Le marché pénalise les entreprises ayant une PS négative et récompense celles qui ont une PS positive. À l'inverse, l'impact de la PS sur la PF en période de croissance économique n'est pas significatif. La RSE ne semble pas apporter un avantage financier pour les entreprises ayant une PS positive, ni pénaliser les entreprises irresponsables. En période de crise, comme c'est le cas avec l'éclatement de la bulle technologique en 2000-2002, le marché semble plus sensible aux actions positives en RSE. Toutefois, les entreprises ayant une PS négative ne semblent pas être pénalisées par le marché. En période de crise, les investisseurs semblent se réfugier dans les titres des entreprises plus responsables, étant donné qu'elles sont perçues comme un investissement moins risqué.

En somme, la dimension temporelle qui paraît déterminante pour une compréhension plus profonde de la nature de l'interaction entre la PS et la PF va contribuer à mieux expliquer certaines controverses existantes dans la littérature. De plus, cet aspect dynamique de la relation suggère la nécessité pour les gestionnaires de suivre de près l'évolution de ce lien. Ce dernier n'étant pas constant, les politiques sociales et environnementales adoptées peuvent jouer un rôle dans son évolution.

Le but de cette étude est de comprendre la relation entre la PS et la PF, relation qui a été difficile à établir à cause de la complexité du lien. Notre modèle utilisé est plus complexe mais permet d'intégrer l'effet direct de la taille, du risque et de l'investissement ainsi que leur effet modérateur via les termes interactifs. Nos résultats sont cohérents avec ceux de plusieurs travaux qui suggèrent que la relation est complexe (Allouche et Laroche, 2005; Marom, 2006; Lankoski, 2008), qu'elle est contingentée à plusieurs facteurs spécifiques de l'entreprise (Orlitzky et *al.*, 2003; Van Beurden et Gossling, 2008; Surroca et *al.*, 2010) et qu'elle n'est pas stable à travers le temps (Barnett, 2007; Bird et *al.*, 2007; Ioannou et Serafeim, 2010). Les conclusions que nous pouvons tirer de notre analyse sont que les entreprises peuvent atteindre un niveau d'implication sociale sans pour autant affecter négativement leur situation financière. Par ailleurs, la PS peut devenir un moyen d'améliorer la PF si l'entreprise va bien au-delà des exigences légales minimales.

Les résultats de cette étude ont également des implications importantes pour les gestionnaires. Face aux développements récents de la RSE, les entreprises ne peuvent plus se permettre de se limiter à un niveau de PS faible ou même moyen, au risque d'être pénalisées financièrement. Les gestionnaires doivent donc agir de façon proactive pour améliorer leur PS, renforcer leurs bonnes relations avec les parties prenantes et se bâtir une réputation positive. Notamment, l'entreprise doit apprendre à ajuster sa stratégie pour intégrer les pratiques sociales dans sa gestion globale. L'interaction démontrée entre la taille, le risque et l'investissement avec le niveau de PS suggère qu'il ne suffit pas de cibler indépendamment un degré élevé de PS. Les gestionnaires gagneraient à établir leur niveau optimal de PS en fonction de ces facteurs spécifiques. Plus précisément, les stratégies d'implantation de la RSE doivent être ajustées en fonction de ces facteurs pour permettre de maximiser le rendement financier des actions sociales. De plus, étant donné que ces facteurs changent dans le temps,

les entreprises doivent se doter de stratégies en RSE se transforment en capacité dynamique permettant un meilleur ajustement aux différentes dimensions de leur environnement interne et externe. En plus de tenir compte des spécificités internes de l'entreprise, les gestionnaires doivent également rester à l'affût des changements de perceptions et de préférences de l'opinion publique, et particulièrement des parties prenantes⁴¹. Le défi pour l'entreprise sera donc de pouvoir ajuster sa stratégie afin de répondre aux changements de sensibilité de la société civile vis-à-vis de la RSE, notamment face à certains enjeux. C'est dans ce sens que Lankoski (2008) qualifie le niveau optimal de PS de point non stable spécifique à chaque cas, qui nécessite un contrôle et une gestion continue de la RSE en fonction des informations et des changements de conditions, permettant ainsi la maximisation de la PF.

⁴¹ Selon Rowley et Berman (2000), la définition de ce qui est acceptable par les PP évolue.

RÉFÉRENCES

- Abott, W., et Monsen, J. (1979), « On the Measurement of Corporate Social Responsibility: Self-Reported Disclosures as a Method of Measuring Corporate Social Involvement». *Academy of Management Journal*, 22, 501-515.
- Adams, M., et Hardwick, P. (1998), « An Analysis of Corporate Donations: United Kingdom evidence». *Journal of Management Studies*, 35, 641-654.
- Allouche, J., et Laroche, P. (2005), « A Meta-Analytical Investigation of the Relationship Between Corporate Social and Financial Performance». *Revue de Gestion des Ressources Humaines*, 57.
- Amato, L. H., et Amato, C. H. (2007), « The effect of firm size and industry on corporate giving». *Journal of Business Ethics*, 72, 229-241.
- Andersen, M.L., et Dejoy, J.S. (2011), « Corporate Social and Financial Performance: The Role of Size, Industry, Risk, R&D and Advertising Expenses as Control Variables». *Business and Society Review*, 116 (2), 237-256.
- Aupperle, K. E., Carroll, A. B., et Hatfield, J. D. (1985), « An Empirical Examination of the Relationship Between Corporate Social Responsibility and Profitability». *Academy of Management Journal*, 28, 446-463.
- Azomahou, T., Van Phu, N., et Wagner, M. (2001), « Determinants of Environmental and Economic Performance of Firms: An Empirical Analysis of the European Paper Industry». *Center for Sustainability Management*, University of Lüneburg.
- Bakker, F., Groenewegen, P., et Den Hond F. (2005), « A Bibliometric Analysis of 30 Years of Research and Theory on Corporate Social Responsibility and Corporate Social Performance». *Business and Society*, 44, 283-317.

- Banz, R. (1981), « The Relationship between Return and Market Value of Common Stock». *Journal of Financial Economics*, 9, 3-18.
- Barnett, M. (2007), « Stakeholder Influence Capacity and the Variability of Financial Returns to Corporate Social Responsibility». *Academy of Management Review*, 32, 794-816.
- Barnett, M. L., et Salomon R.M. (2006), « Beyond Dichotomy: The Curvilinear Relationship Between Social Responsibility and Financial Performance». *Strategic Management Journal*, 27, 1101-1122.
- Barnett, M.L., et Salomon R.M. (2002), « Unpacking Social Responsibility: The Curvilinear Relationship between Social and Financial Performance». *Academy of Management Proceedings*, B1-B6.
- Baron, D. P., Harjoto, M.A., et Hoje, J. (2009), « The Economics and Politics of Corporate Social Performance». *Working Paper*, Stanford Graduate School of Business.
- Becchetti, L., Ciciretti, R., et Hasan, I. (2007), « Corporate Social Responsibility and Shareholder's Value: An Event Study Analysis». *Federal Reserve Bank of Atlanta Working Papers*, 6, <http://ssrn.com/abstract=928557>.
- Berman, S.L., Wicks, S A.C., Kotha, S., et Jones, T.M. (1999), « Does Stakeholder Orientation Matter ? The Relationship between Stakeholder Management Models and Firm Financial Performance». *Academy of Management Journal*, 42, 488-506.
- Berrone, P., Surroca, J., et Tribó, J. A. (2007), « Corporate Ethical Identity as a Determinant of Firm Performance: a Test of the Mediating Role of Stakeholder Satisfaction». *Journal of Business Ethics* 76, 35-53.
- Bird, R., Hall A.D., Momente F., et Reggiane, F. (2007), « What Corporate Social Responsibility Activities are Valued by the Market?». *Journal of Business Ethics*, 76, 189-206.

- Bouquet, C., et Deutsch, Y. (2008), « The Impact of Corporate Social Performance on a Firm's Multinationality». *Journal of Business Ethics*, 80, 755-769.
- Boutin-Dufresne F., et Savaria, P. (2004), « Corporate Social Responsibility and Financial Risk». *Journal of Investing*, 13, 57-66.
- Bowman, E.H., et Haire, M. (1975), « A Strategic Posture Toward Corporate Social Responsibility». *California Management Review*, 18, 49-58.
- Brammer, S., Brooks, C., et Pavelin, S. (2006), « Corporate Social Performance and Stocks Returns: Uk Evidence from Disaggregate Measures». *Financial Management (US)*, 35, 97-116.
- Brammer, S., et Millington, A. (2006), « Firm Size, Organizational Visibility and Corporate Philanthropy: an Empirical Analysis». *Business Ethics: A European Review*, 15, 6-18.
- Brammer, S., et Millington, A. (2008), « Does it Pay to be Different? An Analysis of the Relationship between Corporate Social and Financial Performance». *Strategic Management Journal*, 29, 1325-1343.
- Burke, L., Logsdon, J.M., Mitchell, W., Reiner, M., et Vogel, D. (1986), « Corporate Community Involvement, in the San Francisco Bay Area». *California Management Review*, 28, 49-58.
- Callan, S.J., et Thomas, J.M. (2009), « Corporate Financial Performance and Corporate Social Performance: An Update and Reinvestigation». *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 16, 61-78.
- Carroll, A. B., et Shabana K. M. (2010), « The Business Case for Corporate Social Responsibility». *International Journal Management Review*, 12, 85-105.

- Chand, M. (2006), « The Relationship between Corporate Social Performance and Corporate Financial Performance: Industry Type as a Boundary Condition». *The Business Review*, 5, 240-245.
- Chauvin, K.W., et Hirschey, M. (1993), « Advertising, R&D Expenditures and the Market Value of the Firm». *Financial Management*, 22, 128-140.
- Choi, J., et Wang, H. (2009), « Stakeholder Relations and the Persistence of Corporate Financial Performance». *Strategic Management Journal*, 30, 895-907.
- Cochran, P. (2007), « The Evolution of Corporate Social Responsibility». *Business Horizons*, 50, 449-454.
- Cochran, P.L., et Wood, R.A. (1984), « Corporate Social Responsibility and Financial Performance». *Academy of Management Journal*, 27, 42-56.
- Cohen, W. M., et Levinthal, D.A. (1989), « Innovation and Learning: the Two Faces of R&D». *The Economic Journal*, 99, 569-596.
- Cornell, B., et Shapiro, A. (1987), « Corporate Stakeholders and Corporate Finance». *Financial Management*, 16, 5-14.
- Dhaliwal, D., Li, O.Z., Tsang, A., et Yang, G.Y. (2011), « Voluntary Nonfinancial Disclosure and the Cost of Equity Capital: The Initiation of Corporate Social Responsibility Reporting». *The Accounting Review*, 86, 59-100.
- Di Bartolomeo, D., et Kurtz, L. (1999), « Managing Risk Exposures of Socially Screened Portfolios». *Northfield Working Paper*, Boston.
- Elsayed, K., et Paton, D. (2009), « The Impact of Financial Performance on Environmental Policy: Does Firm Lifecycle Matter? ». *Business Strategy and the Environment*, 18, 397-413.
- Fama, E. F., et French, K.R. (1992), « The Cross Section of Expected Stock Returns». *Journal of Finance*, 47, 427-465.

- Fama, E. F., et French, K.R. (1993), « Common Risk Factors in the Returns on Stocks and Bonds». *Journal of Financial Economics*, 33, 3-56.
- Fama, E. F., et French, K.R. (1997), « Industry Costs of Equity». *Journal of Financial Economics* 43, 153-193.
- Freeman, R.E. (1984), « Strategic Management : a Stakeholder Approach». Pitman.
- Friedman, M. (1970), « The Social Responsibility of Business is to Increase the Profit». *N.Y. Times*.
- Garcia-Castro, R., Arino, M.A., et Canela, M.A. (2010), « Does Social Performance Really Lead to Financial Performance? Accounting for Endogeneity». *Journal of Business Ethics*, 92, 107-126
- Garcia-Castro, R., Canela, M.A., et Arino, M.A. (2008), « Over the Long Run? Short-Run Impact and Long- Run Consequences of Stakeholder Management». *Business and Society*, 20, 428-455.
- Ghobadian, A., Viney, H., Liu, J., et James, P. (1998), « Extending Linear Approaches to Mapping Environmental Behaviour». *Business Strategy and the Environment*, 7, 13-23.
- Godfrey, P. C. (2005), « The Relationship between Corporate Philanthropy and Shareholder Wealth: A risk management perspective». *Academy of Management Review*, 30, 777-798.
- Godfrey, P. C., Merrill. C. B., et 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, 425-445.
- Goll, I., et Rasheed, A. (2004), « The Moderating Effect of Environmental Munificence and Dynamism on the Relationship between Discretionary Social Responsibility and Firm Performance». *Journal of Business Ethics*, 49, 41-54.

- Gond, J-P. (2001), « L'Éthique est-elle Profitable ». *Revue Française de Gestion*, 77-85.
- Gössling, S. (2003), « Market Integration and Ecosystem Degradation: Is Sustainable Tourism Development in Rural Communities a Contradiction in Terms? ». *Environment, Development and Sustainability*, 5, 383-400.
- Goukasian, L., et Whitney, L. (2007), « Do Ethical and Socially Responsible Firms Under-Perform? Evidence from Financial and Operating Performances ». *Working Paper*.
- Graves, S.B., et Waddock, S.A. (1994), « Institutional Owners and Corporate Social Performance ». *Academy of Management Journal*, 37, 1034-1046.
- Graves, S.B., et Waddock, S.A. (1999), « A Look at the Financial-Social Performance Nexus when Quality of Management is Held Constant ». *International Journal of Value-Based Management*, 12, 87-99.
- Greening, D. W. (1995), « Conservation Strategies, Firm Performance, and Corporate Reputation in the US Electric Utility Industry ». *Research in corporate social performance and policy* (supplement), 1, 345-368.
- Griffin, J.J. (2000), « Corporate Social Performance: Research Directions for the 21st Century ». *Business & Society*, 39, 479-491.
- Griffin, J.J., et Mahon. J.F. (1997), « The Corporate Social Performance and Corporate Financial Performance Debate ». *Business and Society*, 36, 5-31.
- Gruca, T.S., et Rego, L.L. (2005), « Customer Satisfaction, Cash Flow, and Shareholder Value ». *Journal of Marketing*, 69, 115-130.
- Harjoto, M. A., et Jo, H. (2008), « Corporate Social Responsibility and Operating Performance ». *Journal of the Academy of Business and Economics*, 8, 59-71.
- Harjoto, M. A., et Jo, H. (2011), « Corporate Governance and CSR nexus ». *Journal of Business Ethics*, 100, 45-67.

- Hart, S. L., et Ahuja, G. (1996), « Does It Pay To Be Green? An Empirical Examination of the Relationship between Emission Reduction and Firm Performance, *Business Strategy & the Environment*, 5, 30-37.
- Herremans, I.M., Akathaporn, P., et McInnes, M. (1993), « An investigation of Corporate Social Responsibility Reputation and Economic Performance». *Accounting, Organizations and Society*, 18, 587-604.
- Hillman, A.J., et Keim, G.D. (2001), « Shareholder Value, Stakeholder Management, and Social Issues: What's the Bottom Line? ». *Strategic Management Journal*, 22, 125-139.
- Hoepner A. G. F., Yu P.S., et Ferguson, J. (2010), « Corporate Social Responsibility across Industries: When Can Who Do Well by Doing Good? ». *Working Paper. SSRN eLibrary*.
- Hull, C.E., et Rothenberg, S. (2008), « Firm Performance: the Interactions of Corporate Social Performance with Innovation and Industry Differentiation». *Strategic Management Journal*, 29, 781-789.
- Husted, B. W., et Salazar, J.J. (2006), « Taking Friedman Seriously: Maximizing Profits and Social Performance». *Journal of Management Studies*, 43, 75-91.
- Husted, B.W., et Allen, D.B. (2007a), « Corporate Social Strategy in Multinational Enterprises: Antecedents and Value Creation». *Journal of Business Ethics*, 74, 34-361.
- Husted, B.W., et Allen, D.B. (2007b), « Strategic Corporate Social Responsibility and Value Creation among Large Companies». *Long Range Planning*, 40, 594-610.
- Ioannou, I, et Serafeim, G. (2010), « The Impact of Corporate Social Responsibility on Investment Recommendations». *Best Paper Proceedings of the Academy of Management (2010) – SIM Division*.

- Itkonen, L. (2003), « Corporate Social Responsibility and financial Performance». *Seminar in Business Strategy and International Business*, 20th march, Helsinki University of Technology.
- Jensen, M. (2002), « Value Maximisation, Stakeholder Theory and the Corporate Objective Function». *Business Ethics Quaterly*, 12, 235-256.
- Johnson, H. (2003), « Does it Pay to Be Good? Social Responsibility and Financial Performance». *Business Horizons*, 34-40.
- Johnson, R., et Greening, D. (1999), « The Effects of Corporate Governance and Institutional Ownership Types on Corporate Social Performance». *Academy of Management Journal*, 42, 564-580.
- Kapoor, S., et Sandhu, H.S. (2010), « Does it Pay to be Socially Responsible? An Empirical Examination of Impact of Corporate Social Responsibility on Financial Performance». *Global Business Review*, 11, 185-208
- King, A.A., et Lenox, M.J. (2002), « Exploring the Locus of Profitable Pollution Reduction». *Management Science*, 48, 289-299.
- Konar, S., et Cohen, M.A. (2001), « Does the Market Value Environmental Performance? ». *The Review of Economics and Statistics*, 83, 281-289.
- Lankoski, L. (2000), « Determinants of Environmental Profit: An Analysis of Firm-Level Environmental Performance and Economic Performance». *Doctoral dissertations*, Helsinki University of Technology.
- Lankoski, L. (2008), « Corporate Responsibility Activities and Economic Performance: a Theory of Why and How They Are Connected». *Business Strategy and the Environment*, 17, 536-547.

- Lee, D.D., Faff, R.W., et Langfield-Smith, K. (2009), « Revisiting the Vexing Question: Does Superior Corporate Social Performance Lead to Improved Financial Performance? ». *Australian Journal of Management*, 34, 21-49.
- Lin, C.H., Yang, H.L., et D.Y. (2009), « The Impact of Corporate Social Responsibility on Financial Performance: Evidence from Business in Taiwan ». *Technology in Society*, 31, 56-63.
- Lopez, M.Z., Garcia, A., et Rodriguez, L. (2007), « Sustainable Development and Corporate Performance: A Study Based on the Dow Jones Sustainability Index ». *Journal of Business Ethics*, 75, 285-300.
- Luo, X., et Bhattacharya, C. B. (2006), « Corporate Social Responsibility, Customer Satisfaction, and Market Value ». *Journal of Marketing*, 70, 1-18.
- Luo, X., et Bhattacharya, C.B. (2009), « The Debate over Doing Good: Corporate Social Performance, Strategic Marketing Levers, and Firm-idiosyncratic Risk ». *Journal of Marketing*, 73, 198-213.
- Mackey, A., Mackey, T.B., et Barney, J.B. (2007), « Corporate Social Responsibility and Firm Performance: Investor Preferences and Corporate Strategies ». *Academy of Management Review*, 32, 817-835.
- Maignan I., et Ferrell, O.C. (2003), « Nature of Corporate Responsibilities. Perspectives from American, French, and German Consumers ». *Journal of Business Research*, 56, 55-67.
- Manescu, C. (2009), « Economic Implications of Corporate Social Responsibility and Responsible Investments ». *Doctoral dissertations*, University of Gothenburg.
- Margolis, J. D., Elfenbein, H. A., et Walsh, J. P. (2007), « Does it Pay to be Good? What a Meta-Analysis of CSP and CFP can (and cannot) Tell us ». Paper presented at the 67th Meeting of the Academy of Management, Philadelphia, Pennsylvania.

- Margolis, J.D., et Walsh, J.P. (2003), « Misery Loves Companies: Rethinking Social Initiatives by Business». *Administrative Science Quarterly*, 48, 268-305.
- Marom, I.Y. (2006), « Toward a Unified Theory of the CSP-CFP Link». *Journal of Business Ethics*, 67, 191-200.
- Mattingly, J., et Berman, S. (2006), « Measurement of Corporate Social Action: Discovering Taxonomy in the Kinder Lydenburg Domini Ratings Data». *Business & Society*, 45, 20-46.
- McAlister, L., Srinivasan, R., et Kim, M.C. (2007), « Advertising, Research and Development and Systematic Risk of the Firm». *Journal of Marketing*, 71, 35-48.
- McGuire, J.B., Sundgren, A., et Schneeweis, T. (1988), « Corporate Social Responsibility and Firm Financial Performance». *Academy of Management Journal*, 31, 854-872.
- McWilliams, A., et Siegel, D. (2000), « Corporate Social Responsibility and Financial Performance: correlation or misspecification». *Strategic Management Journal*, 21, 603-60.
- McWilliams, A., et Siegel, D. (2001), « A Within and Between Analysis of the Relationship between Corporate Social Responsibility and Financial Performance». *Academy of Management Review*, 26, 117- 127.
- Meznar, M., et Nigh, D. (1995), « Buffer or Bridge? Environmental and Organizational Determinants of Public Affairs Activities in American Firms». *Academy of Management Journal*, 38, 975-997.
- Mishra, S., et Suar, D. (2010), « Does Corporate Social Responsibility Influence Firm Performance of Indian Companies ? ». *Journal of Business Ethics*, 95, 571-601.
- Mitchell, R., Agle, B., et Wood, D. (1997), « Toward a Theory of Stakeholder Identification and Saliency: Defining the Principle of Who and What Really Counts». *Academy of Management Review*, 22, 853-886.

- Moon, J.J. (2007), « In Good Companies? A Critical Evaluation of the Corporate Social Performance-Corporate Financial Performance Link». *Working paper*, University of Pennsylvania.
- Moore, G. (2001), « Corporate Social and Financial Performance: An Investigation in the U.K. Supermarket Industry». *Journal of Business Ethics*, 34, 299-315.
- Murray, A., Sinclair, D., Power, D., et Gray, R. (2006), « Do Financial Markets Care about Social and Environmental Disclosure? Further Evidence and Exploration from UK». *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 19, 228-256.
- Nelling, E., et Webb, E. (2009), « Corporate Social Responsibility and Financial Performance: The “Virtuous Circle” Revisited». *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 32, 197-209.
- Ogden, S., et Watson, R. (1999), « Corporate Performance and Stakeholder Management: Balancing Stakeholder and Customer Interests in UK Privatised Water Industry». *Academy of Management Journal*, 42, 526-538.
- Orlitzky, M. (2001), « Does Organizational Size Confound the Relationship between Corporate Social Performance and Firm Financial Performance? ». *Journal of Business Ethics*, 33, 167-180.
- Orlitzky, M., et Benjamin, J.D. (2001), « Corporate Social Performance and Firm Risk: A Meta-Analytic Review». *Business & Society*, 40, 369-396.
- Orlitzky, M., Schmidt, F.L., et Rynes, S.L. (2003), « Corporate Social and Financial Performance: a Meta-Analysis». *Organization Studies*, 24, 403-441.
- Padgett, R.C., et Galan, J.I. (2010), « The Effect of R&D Intensity on Corporate Social Responsibility». *Journal of Business Ethics*, 93, 407-418.

- Paton, D., et Elsayed, K. (2005), « The Impact of Environmental Performance on Firm Performance: Static and Dynamic Panel Data Evidence». *Structural Change and Economic Dynamics*, 16, 395-412.
- Patten, D. (2002), « The Relation between Environmental Performance and Environmental Disclosure: A Research Note». *Accounting, Organizations and Society*, 27, 763-773.
- Pava, M., et Krausz, J. (1996), « The Association between Corporate Social-Responsibility and Financial Performance: The Paradox of Social Cost». *Journal of Business Ethics*, 15.
- Peloza, J. (2009), « The Challenge of Measuring Financial Impacts from Investments in Corporate Social Performance». *Journal of Management*, 35, 1518-1541.
- Porter M.E., et Kramer, M.R. (2006), « Strategy & Society: the Link between Competitive Advantage and Corporate Social Responsibility». *Harvard Business Review*, HBR Spotlight, December.
- Porter, M. E., et Van der Linde, C. (1995), « Towards a New Conception of the Environmental- Competitiveness Relationship». *Journal of Economic Perspectives*, 9, 97-118.
- Preston, L.E., et O'Bannon, D.P. (1997), « The Corporate Social-Financial Performance Relationship – A Typology and Analysis». *Business & Society*, 36, 419-429.
- Renneboog, L., Horst, J.T., et Zhang, C. (2008), « Socially Responsible Investments: Institutional Aspects, Performance, and Investor Behavior». *Journal of Banking & Finance*, 32, 1723–1742.
- Roberts, R.W. (1992), « Determinants of Corporate Social Responsibility Disclosure: an Application of Stakeholders Theory». *Accounting Organization and Society*, 17, 595-612.

- Robins, J., et Wiersema, M.F. (1995), « A Resource-Based Approach to the Multibusiness Firm: Empirical Analysis of Portfolio Interrelationships and Corporate Financial Performance». *Strategic Management Journal*, 16, 277-299.
- Rojas, M., M'zali, B., Turcotte, M-F., et Merrigan, P. (2009), « Bringing About Changes to Corporate Social Policy through Shareholders Activism: Fillers, Issues, Targets, and Success». *Business and Society Review*, 114, 217-252.
- Roman, M.R., Hayibor, S., et Agle, B.R. (1999), « The Relationship between Social and Financial Performance: Repainting a Portrait». *Business & Society*, 38, 109-125.
- Rothenberg, S., et Zyglidopoulos, S.C. (2007), « Determinants of Environmental Innovation Adoption in the Printing Industry: the Importance of Task Environment». *Business Strategy and the Environment*, 16, 39-49.
- Rowley, T., et Berman, S. (2000), « A Brand New Brand of Corporate Social Performance». *Business & Society*, 39, 397-418.
- Ruf, B., Muralidhar, K., Brown, R., Janney, J., et Paul, K. (2001), « An Empirical Investigation of the Relationship between Change in Corporate Social Performance and Financial Performance: A Stakeholder Theory Perspective». *Journal of Business Ethics*, 32, 143-156.
- Russo, M.V., et Fouts, P.A. (1997), « A Resource Based Perspective on Corporate Environmental Performance and Profitability». *Academy of Management Journal*, 40, 534-559.
- Salzmann, O., Ionescu-Somers, A., et Steger, U. (2005), « The Business Case for Sustainability: Literature Review and Research Options». *European Management Journal*, 23, 27-36.
- Schaltegger, S., et Figge, F. (2000), « Environmental Shareholder Value. Economic Success with Corporate Environmental Management. *Eco-Management and Auditing*, 7, 29-42.

- Schaltegger, S., et Synnestvedt, T. (2001), « The Forgotten Link Between "Green" and Economic Success». *Lüneburg: Center for Sustainability Management (CSM)*.
- Schaltegger, S., et Synnestvedt, T. (2002), « The link between 'Green' and Economic Success. Environmental Management as the Crucial Trigger between Environmental and Economic Performance». *Journal of Environmental Management*, 65, 339–346.
- Scholtens, B. (2008), « Corporate Social Responsibility in the International Banking Industry. *Journal of Business Ethics*, 86, 159-175.
- Seifert, B., Morris, S. A., et Bartkus, B. R. (2004), « Having, Giving, and Getting: Slack Resources, Corporate Philanthropy and Firm Financial Performance». *Business & Society*, 43, 135-161.
- Sharfman, D. (1996), «The Construct Validity of the KLD Social Performance Data Ratings». *Journal of Business Ethics*, 15, 287-297.
- Siegel, D.S., et Vitalino, D.F. (2007), « An Empirical Analysis of the Strategic use of Corporate Social Responsibility». *Journal of Economics & Management Strategy*, 16, 773-792.
- Simpson, W.G., et Kohers, T. (2002), « The Link between Corporate Social and Financial Performance: Evidence from the Banking Industry». *Journal of Business Ethics*, 35, 97-109.
- Spicer, B.H. (1978), « Investors, Corporate Social Performance and Information Disclosure: An Empirical Study». *Accounting Review*, 53, 94-110.
- Strike, V. M., Gao, J., et Bansal, P. (2006), « Being Good while Being Bad: Social Responsibility and the International Diversification of US Firms». *Journal of International Business Studies*, 37, 850-862.
- Sturdivant, F.D., et Ginter, J.L. (1977), « Corporate Social Responsiveness: Management Attitudes and Economic Performance». *California Management Review*, 19, 30-39.

- Sun-Young, P., et Lee, S. (2009), « Do Socially Responsible Activities Help Hotels and Casinos Achieve their Financial Goals? ». *International Journal of Hospitality Management*, 28, 105-112.
- Surroca, J., Tribó, J.A., et Waddock, S. (2010), « Corporate Responsibility and Financial Performance: The Role of Intangible Resources». *Strategic Management Journal*, 31, 463-490.
- Trotman, K.T., et Bradley, G.W. (1981), « Associations between Social Responsibility Disclosure and Characteristics of Companies». *Accounting, Organizations and Society*, 6, 355-362.
- Tsoutsoura, M. (2004), « Corporate Social Responsibility and Financial Performance». *Haas School of Business*, [Online], [Retrieved March 2009] www.haas.berkeley.edu/responsiblebusiness/documents/FinalPaperonCSR_PDFII.pdf
- Udayasankar, K. (2007), « Corporate Social Responsibility and Firm Size». *Journal of Business Ethics*. En ligne à l'adresse: <http://www.springerlink.com/content/p0130x625wg015r4/fulltext.pdf>
- Ullmann, A. (1985), « Data in Search of a Theory: A Critical Examination of the Relationship Among Social Performance, Social Disclosure, and Economic Performance». *Academy of Management Review*, 10, 540-577.
- Van Beurden, P., et Gössling, T. (2008), « The Worth of Values – A Literature Review on the Relation between Corporate Social and Financial Performance». *Journal of Business Ethics*, 82, 407-424.
- Vance, S.C. (1975), « Are Socially Responsible Corporations Good Investment Risks?». *Management Review*, 64, 19-24.
- Waddock S.A., et Graves, S.B. (1997), « The Corporate Social Performance – Financial Performance Link». *Strategic Management Journal*, 18, 303-319.

- Waddock, S. (2003), « Myths and Realities of Social Investing». *Organization and Environment*, 16, 369-380.
- Wagner, M. (2003), « An Analysis of the Relationship between Environmental and Economic Performance at the Firm Level and the Influence of Corporate Environmental Strategy Choice». *Doctoral dissertations*.
- Wagner, M. (2005), « How to Reconcile Environmental and Economic Performance to Improve Sustainability: Corporate Environmental Strategies in the European Paper Industry». *Journal of Environmental Management*, 76, 105-118.
- Wagner, M. (2010), « The Role of Corporate Sustainability Performance for Economic Performance: A Firm-Level Analysis of Moderation Effects». *Ecological Economics*, 69, 1553-1560.
- Wang, H., Choi, J., et Li, JT. (2008), « Too Little or too Much? Untangling the Relationship Between Corporate Philanthropy and Firm Financial Performance». *Organization Science*, 19, 143-159.
- Wang, H., et Choi, J. (2010), « A New Look at the Corporate Social–Financial Performance Relationship: The Moderating Roles of Temporal and Interdomain Consistency in Corporate Social Performance». *Journal of Management*, 36.
- Wood, D.J., et Jones, R.E. (1995), « Stakeholder Mismatching: A Theoretical Problem in Empirical Research in Corporate Social Performance». *International Journal of Organizational Analysis*, 3, 229-267.
- Wu, M. L. (2006), « Corporate Social Performance, Corporate Financial Performance, and Firm Size: A Meta Analysis». *Journal of American Academy of Business, Cambridge*, 8, 163-172.
- Zadek, S. (2004), « The Path to Corporate Responsibility». *Harvard Business Review*, 82, 125-132.

Zyglidopoulos, S. (1999), « Initial Environmental Conditions and Technological Change». *Journal of Management Studies*, 36, 241-262.

ANNEXE A

DESCRIPTION DES DIFFÉRENTES DIMENSIONS DE KLD

Description des différentes dimensions de KLD

1- domaine des enjeux qualitatifs	Forces (<i>Strengths</i>)	Faiblesses (<i>Concerns</i>)
Communauté	Dons de charité, donations innovantes, dons de charité hors E.U., soutien au logement, soutien à l'éducation, relation avec le peuple autochtones, programme de bénévolat et autres.	Investissement controversé, impact économique négatif sur la communauté, relation controversée avec le peuple autochtone, litiges fiscaux et autres.
Gouvernance (Autres avant 2002)	Compensations limitées, structure de propriété, transparence, responsabilité politique et autres.	Compensations élevées, structure de propriété, controverse liée à la comptabilité, transparence, responsabilité politique et autres.
Diversité	Diversité dans la direction générale, promotion des femmes et des minorités, diversité dans le conseil d'administration, avantages sociaux, contrats avec les femmes et les minorités, l'emploi des personnes handicapées, politique envers les gays et lesbiennes et autres.	Controverses, non représentativité et autres.
Relation avec les employés	Relation équitable avec les employés syndiqués, politique se mise à pied, partage des bénéfices en espèces, participation des employés, prestation de retraite, santé & sécurité et autres.	Faible relation syndicale, santé & sécurité, réduction d'effectifs, prestations de retraite et autres.
Environnement	Produits et services bénéfiques, prévention de la pollution, recyclage, énergie propre, communication des pratiques environnementales, immobilisations corporelles, système de gestion et autres.	Déchets dangereux, problèmes de réglementation, produits chimiques affectant la couche d'ozone, importantes émissions, produits chimiques agricoles, changement climatique et autres.
Droits humains (Opérations hors E.U. avant 2002)	Bilan positif en Afrique du Sud, relation avec le peuple autochtone, droit du travail et autres.	Activités controversées en Afrique du Sud, en Irlande du Nord, en Birmanie, au Mexique, droit de travail, relation avec le peuple autochtone et autres.
Produit	Qualité, R&D/innovation, avantages pour les personnes défavorisées et autres.	Sécurité du produit, marketing/contractant, anti-monopole et autres.

Faiblesses (Concerns)	
2- Affaires controversées	
Alcool	Licence, fabricants, fabricants de produits nécessaires pour la production des produits alcoolisés, détaillants, détention par une compagnie d'alcool, détention d'une compagnie d'alcool et autres.
Jeux	Licence, fabricants, propriétaires et exploitants, services et produits de support, détention par une compagnie de jeu, détention d'une compagnie de jeu et autres.
Tabac	Licence, fabricants, fabricants de produits nécessaires pour la production des produits de tabac, détaillants, détention par une compagnie de tabac, détention d'une compagnie de tabac et autres.
Armes à feu	Fabricants, détaillants, détention par une compagnie d'armes à feu, détention d'une compagnie d'armes à feu et autres.
Militaire	Fabricants d'armes ou systèmes d'armes, Fabricants de composantes d'armes ou composantes de systèmes d'armes, détention par une compagnie militaire, détention d'une compagnie militaire, participation mineur dans des contrats d'armes, fournisseur majeur lié aux armes et autres.
Pouvoir nucléaire	Construction et conception des centrales nucléaires, combustible nucléaire et éléments clés utilisés dans les centrales nucléaires et les réacteurs, fournisseur de services pour l'énergie nucléaire, propriété d'une centrale nucléaire, détention par une compagnie d'énergie nucléaire, détention d'une compagnie d'énergie nucléaire, design, cycles de combustible nucléaire et éléments clés utilisés dans ce dernier et autres.

CHAPITRE III

ARTICLE 3

L'EXAMEN DE LA RELATION ENTRE LA PERFORMANCE
ENVIRONNEMENTALE ET LA PERFORMANCE FINANCIÈRE

Hajer Tebini

Candidate en Ph.D. Administration

ESG-UQÀM

Bouchra M'Zali

Département de stratégie, responsabilité sociale et environnementale

ESG-UQÀM

Blanca Perez-Gladish

Département d'économie quantitative

Université d'Oviedo

L'EXAMEN DE LA RELATION ENTRE LA PERFORMANCE ENVIRONNEMENTALE ET LA PERFORMANCE FINANCIÈRE

Résumé

L'objectif de cet article est de proposer une analyse dynamique de la relation entre la performance environnementale (PE) et la performance financière (PF) en utilisant un échantillon de 21172 observations firme année sur la période de 1991-2007. Plus précisément, nous avons analysé cette relation en considérant la mesure de la PE retardée d'une, de deux et de trois périodes. L'introduction de variables retardées tant au niveau agrégé qu'au niveau désagrégé vise à capturer les effets dynamiques de la PE sur la PF, effets qui s'étalent dans le temps. Nos résultats montrent que la mesure agrégée de la PE retardée a un effet positif persistant sur la PF, s'étalant sur trois ans. Cet effet semble par ailleurs plus marqué pour les entreprises de grande taille, à faible niveau de risque et dépensant moins en investissement. Les résultats concernant les mesures désagrégées mettent en évidence une relation asymétrique entre la PF et le score des faiblesses, dont l'impact est négatif et persistant, et entre la PF et le score des forces, où l'effet est positif et se limite à une année.

Mots clés : performance environnementale, forces environnementales, faiblesses environnementales, performance financière, dynamique, long terme.

3.1. Introduction

Les enjeux environnementaux, qui constituent une dimension de la responsabilité sociale de l'entreprise (RSE), sont devenus des préoccupations importantes non seulement pour les environnementalistes, mais également pour les consommateurs, les investisseurs et la société en général. Le gouvernement – à travers les réglementations et les subventions – ainsi que les consommateurs et les investisseurs – par le biais de leurs choix orientés vers des entreprises responsables – démontrent l'intérêt porté à la protection de l'environnement. Face à ces exigences, les entreprises, qui auraient pu ne pas se sentir concernées, se trouvent désormais dans l'obligation de répondre à cette demande par l'élaboration de stratégies et de politiques de protection de l'environnement.

Les sommets et conférences autour de la thématique du développement durable⁴² manifestent l'urgence de la prise en compte des enjeux environnementaux et la nécessité pour les entreprises d'intégrer ces enjeux dans leurs décisions stratégiques. En ce sens, les gouvernements ne cessent de soutenir les activités environnementales avec des actions politiques en espérant réduire principalement les externalités négatives des entreprises et ainsi contribuer au développement durable. Les catastrophes environnementales qui ont marqué les dernières années, par exemple la plate-forme de BP en 2010, la centrale de Fukushima en 2011 et la plate-forme de Total en 2012, montrent non seulement l'ampleur des effets négatifs de ces externalités sur l'environnement, mais également leurs effets sur la rentabilité de l'entreprise. Selon une étude⁴³ publiée en 2010 par les Principes des Nations Unies, les dommages environnementaux mondiaux enregistrés en 2008 représentent une valeur de 6,6 billions de dollars, équivalents à 11 % du PIB mondial. Ces coûts globaux sont 20 % plus élevés que la baisse de la valeur des fonds de pension dans les pays développés à la suite de la crise financière mondiale en 2007-2008, évaluée à 5,4 billions de dollars.

⁴² On peut citer les différents sommets de la terre, tels que Rio de Janeiro en 1992, Johannesburg en 2002 et prochainement Rio de Janeiro en 2012. Également, le protocole de Kyoto en 1997 et les conférences qui se sont succédées telles que Bali en 2007, Copenhague en 2009 et Durban en 2011 montrent l'intérêt pour les enjeux environnementaux.

⁴³ *Putting a Price on Global Environmental Damage*. UNEP Finance Initiative, Innovative financing for sustainability (October 2010).

Souvent associées à un accroissement des coûts de l'entreprise et considérées comme un fardeau qui met en désavantage compétitif les entreprises responsables par rapport aux autres, les questions environnementales sont aujourd'hui devenues un enjeu stratégique. En effet, au-delà du respect des lois et des réglementations et de l'internalisation réactive des préoccupations environnementales, les entreprises sont arrivées au stade d'anticiper proactivement les pressions sociales et environnementales. Certes, la réduction des impacts environnementaux peut représenter des investissements considérables pour les entreprises industrielles, mais les gains en termes d'efficience, de différenciation des produits et d'accès à de nouveaux marchés ne peuvent être négligés. C'est le cas, par exemple, du constructeur automobile Toyota qui était précurseur dans le développement de la première voiture hybride. Cette entreprise a enregistré une augmentation de l'ordre de 139 % de ses ventes aux États-Unis entre 2004-2005⁴⁴, croissance également favorisée par la hausse du prix du pétrole. Par ailleurs, les implications économiques des actions environnementales semblent souvent difficiles à appréhender, d'autant plus que les conclusions des études sur la question sont contradictoires.

Les premières études qui ont tenté d'explorer la portée économique d'un tel comportement responsable remontent aux années 70. Ces recherches se sont multipliées à partir des années 90, reflétant encore une fois l'importance accordée à la compréhension de la relation entre la performance environnementale (PE) et la performance financière (PF). Par ailleurs, ces études, aussi bien théoriques qu'empiriques, ne permettent pas d'infirmer ni de confirmer une relation systématique entre la PE et la PF. D'un côté, la vision traditionnelle qui découle de la théorie néoclassique associe la protection de l'environnement à un accroissement des coûts de l'entreprise, particulièrement dans les industries polluantes (Walley et Whitehead, 1994; Palmer et *al.*, 1995). Le développement de stratégies de réduction de la pollution induit dans ce cas des coûts considérables, ce qui gruge les bénéfices de l'entreprise. Ce paradigme a été remis en cause par Porter (1991) et Porter et Van der Linde (1995) à qui on doit l'émergence de la vision révisionniste. Cette théorie, qui repose sur l'argument de la réduction des coûts et l'accroissement des revenus par le biais des

⁴⁴ Voir Ambec et Lanoie (2009).

technologies innovatrices, stipule que l'amélioration de la PE permet une meilleure utilisation des ressources, un accroissement de la productivité et de nouvelles opportunités de marché.

Le débat empirique sur la question demeure mitigé et ne permet pas de conclure sur la nature du lien qui existe entre la PE et la PF. Certaines études valident un lien positif (Bragdon et Marlin, 1972; Russo et Fouts, 1997; Stanwick et Stanwick, 2000; Konar et Cohen, 2001; Wahba, 2008), d'autres mettent en évidence une relation négative (Jaggi et Freedman, 1992; Cordeiro et Sarkis, 1997; Wagner et al., 2002; López et al., 2007) et d'autres encore démontrent un lien neutre (Chen et Melcalf, 1980; Freedman et Jaggi, 1992; Christmann, 2000; Elsayed et Platon, 2005; Murray et al., 2006). Les multiples travaux avancés peuvent être classés en deux catégories selon l'approche méthodologique utilisée. La première catégorie concerne les études événementielles qui examinent la réaction du marché face aux événements environnementaux sur une courte période (i.e. quelques jours, voire un à deux mois). La deuxième représente les travaux qui analysent la relation entre la PE et la PF à travers le temps. Ces études apprécient l'effet financier de la PE avec un retard d'une période (lag de -1). Les effets dynamiques de la PE sur la PF sur de plus longues périodes n'ont pas été examinés alors que cette relation semble l'être (Wagner et Wehrmeyer, 2002) par les avancées technologiques, l'évolution des préférences des consommateurs et les changements dans la réglementation. D'un point de vue stratégique, cet aspect dynamique implique que les initiatives environnementales nécessitent souvent des changements internes et externes en termes de réorganisation et de restructuration de l'entreprise (Hart et Ahuja, 1996). En plus de ce changement organisationnel, les actions sociales et environnementales impliquent un apprentissage à travers le temps et une capacité de saisir les spécificités du contexte (Maon et al., 2009). Cet aspect dynamique concerne également les relations qui s'établissent avec les parties prenantes. En effet, la confiance qui caractérise ces relations demande un certain temps avant de s'établir (Barney et Hansen, 1994). Ainsi, la dimension temporelle semble être un attribut important qui permet de matérialiser les actions environnementales en rendements financiers, ce qui signifie qu'il ne faut pas se limiter à apprécier les conséquences ponctuelles ou immédiates des actions environnementales sur la rentabilité de l'entreprise. Les impacts éventuels positifs ou négatifs des actions environnementales sur la PF peuvent se matérialiser avec une intensité différente, dans des

circonstances distinctes et après des laps de temps différents. Il en découle que l'impact net de la PE sur la PF peut ne pas être le même à court terme ou à long terme.

Excepté dans les travaux de Hart et Ahuja (1996) et de Lanoie et *al.*, (2008), cet aspect dynamique de la relation est absent des études antérieures. Hart et Ahuja (1996) montrent que les investissements liés aux technologies environnementales procurent des bénéfices non négligeables dans les années subséquentes. Quant à Lanoie et *al.* (2008) qui examinent l'impact de la politique environnementale sur la productivité, ils montrent que l'impact immédiat est négatif alors que les effets de la variable réglementation retardée deviennent positifs.

De surcroît, l'intensité et le sens de la relation entre la PE et la PF, qui dépendent des caractéristiques de l'entreprise et de son secteur d'activité, peuvent aussi varier selon le type d'actions et le type de problème environnemental. En fait, l'ensemble des actions permettant de réduire les externalités négatives et d'augmenter les externalités positives⁴⁵ sont deux composantes qui ont des dynamiques différentes (McGuire *et al.*, 2003; Mattingly et Berman, 2006; Moon, 2007). Dans ce sens, Van der Lann et *al.* (2008) et Lankoski (2009) démontrent qu'il est plus payant pour les entreprises de réduire les externalités négatives que d'augmenter les externalités positives. En d'autres termes, il semblerait que l'irresponsabilité nuit à la PF, alors qu'il n'est pas évident qu'un comportement responsable se traduise nécessairement par une amélioration de la PF. Cette asymétrie des effets des actions positives versus ceux des actions négatives sur la PF nous incite à les considérer séparément afin de mieux comprendre la nature de leurs impacts respectifs.

La présente recherche a pour objectif d'étudier la relation entre la PE et la PF dans une perspective dynamique. Nous tentons de répondre principalement à deux questions : (1) Est-ce que l'impact financier de la PE change (i.e. signe et intensité) à travers le temps? (2) Est-ce que la dynamique de la relation est uniforme, quel que soit le type d'actions environnementales (i.e. externalités négatives versus externalités positives)?

⁴⁵ Jones (2005) définit la RSE comme l'ensemble des actions permettant de réduire les externalités négatives et d'augmenter les externalités positives.

Les résultats montrent que l'impact financier de la PE courante, telle mesurée par un score global, est neutre. Cet impact devient négatif dans le cas où l'on considère séparément le score des faiblesses (i.e. externalités négatives) et celui des forces (i.e. externalités positives). L'estimation de l'effet dynamique de la PE sur la PF montre que la relation est positive et persistante sur trois ans. Par ailleurs, cet effet semble être plus marqué pour les entreprises de grande taille, de faible niveau de risque et dépensant moins en investissement. Dépendamment du type d'actions, les résultats montrent un effet négatif persistant des externalités environnementales négatives sur la PF alors que l'impact positif des externalités positives se limite à une année. Pour les externalités négatives, cet effet est plus marquant pour les entreprises les moins innovantes et les moins risquées. Quant aux externalités positives, l'impact positif est plus important pour les entreprises innovantes.

Nous contribuons au débat autour de la relation entre la PE et la PF en procédant, d'une part, à une analyse à court et à long termes de ce lien. Cette perspective dynamique d'appréhension de la relation nous permettra d'apporter des éléments de réponses pour pallier le manque de consensus concernant la nature de la relation. D'autre part, cette démarche nous amènera à déterminer quand et comment il est possible de concilier la PE et la PF. Finalement, au-delà de la volonté de prouver une relation systématique entre la PE et la PF, nous tenterons, dans une perspective contingente, d'identifier les conditions dont pourrait dépendre ce lien.

L'article s'articule de la façon suivante. La section 2 présentera les fondements théoriques et les principaux résultats empiriques. La section 3 exposera les hypothèses à tester et la section 4 détaillera la méthodologie de recherche adoptée. Nous décrirons, dans un premier temps, les données utilisées ainsi que l'échantillon retenu pour l'inférence statistique. Dans un second temps, les spécifications des modèles utilisés seront proposées pour décrire la nature de la dépendance entre la PE et la PF. La section 5 sera consacrée à la synthèse des résultats empiriques et enfin, la conclusion suivra dans la section 6.

3.2. Fondements théoriques

La littérature offre plusieurs perspectives pour expliquer la relation entre la PE et la PF. Ces perspectives apportent des points de vue contrastés quant à la portée économique de la protection de l'environnement (Porter, 1991; Porter et Van der Linde, 1995; Walley et Whitehead, 1994; Palmer et *al.*, 1995; Simpson et Bradford, 1996; Schaltegger et Synnestvedt, 2001; Wagner, 2005).

Les travaux de Porter (1991) et de Porter et Van der Linde (1995) ont marqué le débat théorique sur la relation entre la PE et la PF en suggérant une relation positive qualifiée de situation « *Win-Win* »⁴⁶. En effet, il est possible de réduire simultanément la pollution et les coûts tout en obtenant une meilleure qualité de production. Cette hypothèse⁴⁷ repose sur l'argument principal selon lequel la réglementation et la construction de nouveaux standards environnementaux appropriés stimulent l'innovation et le développement technologique, et ce, malgré les coûts associés à ces derniers (Porter, 1991; Porter et Van der Linde, 1995). Dans ce sens, l'accroissement de la PE constitue une source potentielle d'avantages compétitifs. Ces avantages se traduisent par une meilleure efficacité du processus de production, une amélioration de la productivité et de nouvelles opportunités de marché. Porter (1991) souligne que c'est par une réglementation stricte qu'on parvient à stimuler l'innovation et le développement technologique et conséquemment, à améliorer la compétitivité de l'entreprise. En effet, selon cette vision, les entreprises qui subissent des coûts élevés de pollution sont les plus susceptibles d'améliorer leur PE à travers le développement de nouvelles technologies et techniques de production permettant de réduire les coûts de conformité aux règlements (Porter, 1991; Porter et Van der Linde, 1995). Esty et Porter (1998) appuient cet argument et ajoutent que ces entreprises peuvent également retirer davantage de profits en vendant ces nouvelles technologies.

Cette proposition a été critiquée par les tenants de l'approche traditionnelle qui supporte plutôt une incompatibilité entre la PE et la compétitivité de l'entreprise (Walley et Whitehead, 1994; Palmer et *al.*, 1995; Simpson et Bradford, 1996). Selon cette approche

⁴⁶ Cette situation se réfère au cas où les bénéfices de l'amélioration de la PE ne dépassent pas les coûts engagés.

⁴⁷ Elle est appelée « hypothèse de Porter ».

dérivée de la théorie néoclassique, les mesures de contrôle de la pollution augmentent les coûts de production et engendrent une baisse des bénéfices. Cette situation met en désavantage compétitif les firmes performantes par rapport aux autres. Simpson et Bradford (1996) affirment qu'une réglementation stricte a un impact direct sur les coûts de production et qu'elle se traduit par une baisse de la PF. Dans le même sens, Palmer et *al.* (1995) considèrent que les réglementations environnementales strictes limitent les choix de l'entreprise et ne peuvent en aucun cas accroître sa PF. En fait, selon l'auteur, les régimes de régulation actuels sont incapables de produire des réglementations environnementales strictes et efficaces. Jaffer et *al.* (1995) montrent également que des réglementations plus strictes sont associées à un niveau de productivité plus faible.

Plus récemment, des arguments en faveur d'une relation concave entre la PE et la PF ont émergé avec la perspective révisionniste. Les tenants de cette approche soutiennent que l'association entre la PE et la PF ne peut pas être toujours positive, ni toujours négative (Lankoski, 2000; Schaltegger et Synnestvedt, 2001; Wagner, 2005; Lankoski, 2007). Selon Lankoski (2000), qui discute explicitement de la non-linéarité de la relation, ce lien varie d'une entreprise à l'autre, en fonction de six déterminants clés du profit environnemental⁴⁸ et à travers le temps. Ces conclusions confirment l'argument de Porter (1991) et Porter et Van der Linde (1995) selon lequel la PE ne nuit pas nécessairement à la performance économique de l'entreprise. Porter (1991) et Porter et Van der Linde (1995) considèrent que l'argument d'une relation négative, dans laquelle l'accroissement de la PE pénalise nécessairement l'entreprise économiquement, est une vision statique. Porter et Van der Linde (1995) soutiennent qu'à court terme, le respect des exigences environnementales peut faire augmenter les coûts. Par ailleurs, dans une perspective de long terme, la capacité d'innover et de développer de nouvelles technologies qui respectent l'environnement vont compenser ces coûts et représenter un facteur clé de la compétitivité de l'entreprise (Porter et Van der Linde, 1995). L'hypothèse de Porter, qui est liée au processus d'innovation, permet de considérer l'aspect dynamique de la relation⁴⁹. Dans ce sens, Porter et Van der Linde (1995) suggèrent qu'il y aura un déplacement de la courbe vers la droite si l'on tient compte du développement

⁴⁸ À savoir, la technologie, le système de réglementation, la visibilité, la disponibilité à payer, les *benchmarks* et le taux d'actualisation.

⁴⁹ L'innovation permet à la relation d'évoluer à travers le temps (Porter, 1991).

technologique. Par conséquent, les auteurs suggèrent une modélisation dynamique de la relation⁵⁰, d'autant plus que certains facteurs affectant cette relation ne sont pas stables à travers le temps. Lankoski (2008) appuie cet argument et suggère que la relation est dynamique et subordonnée à des facteurs spécifiques à l'entreprise et au pays.

3.3. Travaux empiriques

Les tentatives de validation empirique d'un lien systématique entre la PE et la PF datent des années 70 et se sont poursuivies à un rythme croissant. Les résultats obtenus jusqu'à maintenant sont mitigés, passant d'une relation positive (Bragdon et Marlin, 1972; Russo et Fouts, 1997; Stanwick et Stanwick, 2000; Konar et Cohen, 2001; Nakao et al., 2007; Wahba, 2008) à un lien négatif (Jaggi et Freedman, 1992; Cordeiro et Sarkis, 1997; Wagner et al., 2002; López et al., 2007) ou encore à une absence de relation (Chen et Melcalf, 1980; Freedman et Jaggi, 1992; Christmann, 2000; Elsayed et Paton, 2005; Murray et al., 2006). D'autres études mettent en évidence une relation complexe de la relation (Bowman et Haire, 1975; Sturdivant et Ginter, 1977; Lankoski, 2000; Schaltegger et Synnestvedt 2001; Wagner, 2005). Plusieurs problèmes d'ordre méthodologique ont été identifiés pour expliquer l'incapacité de la recherche à mettre en évidence de manière concluante une relation entre la PE et la PF (Vogel, 2005). Ces problèmes concernent le choix des mesures de PE, des variables de contrôle et surtout des approches méthodologiques adoptées. En effet, certains travaux recourent aux études événementielles pour mesurer la réaction du marché boursier à la PE à court terme et souvent face à une mauvaise nouvelle (Laplante et Lanoie, 1994; Hamilton, 1995; Klassen et McLaughlin, 1996; White, 1996; Konar et Cohen, 1997; Karpoff et al., 1999). D'autres examinent plutôt la relation entre la PE et la PF sur une longue période, et ce, sur la base d'analyses univariées (Jaggi et Freeman, 1992; Cohen et al., 1995), d'analyses multivariées (Chen et Melcalf, 1980; Russo et Fouts, 1997; Murray et al., 2006) ou encore sur la base de techniques plus sophistiquées (King et Lenox, 2001; Konar et Cohen, 2001; Al-Tuwaijri et al., 2004).

⁵⁰ Certaines recherches montrent également que la relation varie dans le temps (Spicer, 1978; Arora et Cason, 1995; Christmann, 2000).

L'approche événementielle permet, le plus souvent, d'examiner les effets immédiats de l'annonce des événements relatifs aux pratiques sociales et environnementales sur le cours boursier. Shane et Spicer (1983), par exemple, examinent la réaction du marché face à la publication du rapport CEP sur une fenêtre d'événement de 6 jours. Ils montrent que les entreprises ayant un bon classement (mauvais classement) en matière de contrôle de la pollution vont avoir un impact positif (négatif) sur le prix des titres. Pour sa part, Hamilton (1995) montre que la réaction des investisseurs à la suite de la publication du premier rapport TRI a entraîné une baisse de la valeur marchande des entreprises publiques produisant des émissions toxiques. Ce résultat corrobore les résultats de Klassen et McLaughlin (1996) et de Gilley et al. (2000) qui obtiennent également un effet positif (négatif) sur le prix de l'action pour les entreprises ayant des pratiques de gestion environnementale rigoureuses (faibles). Également, Gupta et Goldar (2005) démontrent que les entreprises mal classées sur le marché boursier indien subissent une perte allant jusqu'à 30 % de leur valeur boursière dans les 10 jours suivant la publication. White (1996), quant à lui, examine l'impact d'une catastrophe industrielle et environnementale sur la valeur de l'action de l'entreprise. Il montre qu'un accident environnemental, par exemple celui d'Exxon Valdez, peut avoir un effet négatif immédiat sur la valeur des actions. Les entreprises qui jouissent de bonnes pratiques environnementales vont avoir des meilleurs rendements que celles qui ont des mauvaises pratiques. Karpoff et Lott (2002) rejoignent White (1996) et affirment que les entreprises impliquées dans les incidents environnementaux enregistrent des pertes significatives par rapport aux autres entreprises. Plus récemment, Yu (2012) obtient un effet significatif positif de l'annonce de l'appartenance au NEPT (*National Environmental Performance Track*) sur le prix de l'action de l'entreprise sur une fenêtre d'événement de 10 à 15 jours. Ce résultat montre que l'adhésion à ce programme environnemental permet d'augmenter la valeur marchande de l'entreprise à court terme et donc, qu'elle bénéficie aux actionnaires.

En somme, l'ensemble de ces études démontrent que les entreprises ayant un comportement irresponsable ou illégal vont subir une baisse significative de leur valeur au marché, ce que confirme la méta-analyse de 27 études de Frooman (1997). Toutefois, l'approche événementielle est fortement critiquée, notamment car il est difficile d'isoler l'événement étudié. Mc Williams et Siegel (1997) expliquent que l'utilisation de cette

méthode augmente la sensibilité des résultats, car la période couverte associée à l'événement est souvent très courte, ne dépassant pas quelques jours, voire un, deux ou trois mois. De plus, la notion stratégique de la responsabilité sociale, au sens large, a des conséquences sur toutes les parties prenantes des entreprises. Or, cette approche reflète seulement l'impact à court terme sur les actionnaires et ne tient pas compte des autres acteurs (clients, employés, fournisseurs) qui interagissent avec l'organisation⁵¹. Il est également à noter que l'intensité de l'impact sur le rendement dépend de la nature de l'événement. En effet, face à un événement négatif, il y aura plus de sensibilité étant donné la réaction de toutes les parties prenantes. Or, face à un impact positif, seulement une partie des parties prenantes réagira, ce qui fait en sorte que l'impact sera plus faible⁵². De surcroît, les études d'événements qui examinent les effets immédiats des initiatives sociales sur la variabilité du rendement ne permettent pas de traduire la dynamique de la relation entre la PE et la PF. Étant donné le fait que les dépenses pour des actions environnementales sont générées à court terme et que les bénéfices qui en découlent ne se réalisent qu'à long terme⁵³, il serait inapproprié d'utiliser ces études qui mesurent plutôt l'impact financier à court terme.

Étant donné les limites de l'approche événementielle, un plus grand nombre de travaux a favorisé les méthodes d'analyse multivariée. Par ailleurs, les résultats obtenus à partir de ces méthodes à long terme sont mitigés. La disparité constatée dans les conclusions obtenues reflète la diversité des méthodologies utilisées et des variables introduites pour estimer la relation entre la PE et la PF. Bragdon et Marlin (1972) ont été les premiers à tenter de valider empiriquement la relation entre la PE et la PF à long terme. À partir d'un échantillon de 17 entreprises de l'industrie des pâtes et papiers, ils montrent que la PF élevée est associée à une baisse des niveaux de pollution mesurée à partir de données collectées par le CEP (*Council on Economic Priorities*). En utilisant la même mesure de PE, Shane et Spicer (1983) confirment ce résultat en obtenant une relation inverse entre la réduction de la pollution et la

⁵¹ Selon l'auteur, un comportement responsable de la part de l'entreprise représente une condition nécessaire mais non suffisante pour l'accroissement de la richesse des actionnaires.

⁵² Klassen et McLaughlin (1996), qui étudient l'impact des événements positifs et négatifs sur le rendement, montrent que lors d'un événement positif, le gain boursier est évalué à 80,5 millions de dollars, alors que face à une crise environnementale, la perte est plus importante et s'élève à 390 millions de dollars.

⁵³ Renforcer la réputation de l'entreprise, augmenter sa capacité à attirer des investisseurs, accroître sa productivité et améliorer le moral de ses travailleurs.

réaction du marché. Bowman et Haire (1975), quant à eux, reconduisent les données de Bragdon et Marlin (1972) et montrent qu'un niveau de contrôle de la pollution extrême, dans les deux sens, est associé à une réduction de la PF. Dans une perspective de long terme, Sturdivant et Ginter (1977) explorent le lien entre la réactivité environnementale, mesurée par l'indice de réputation Moskowitz, et la PF, mesurée par la croissance du bénéfice par action sur 10 ans. Les résultats démontrent que les entreprises les plus performantes sont celles qui ont une PS moyenne. Il est important de souligner que les classements obtenus par les indices de réputation ne peuvent pas être validés.

Par ailleurs, l'ensemble de ces travaux basés sur des analyses univariées ne permet pas de tenir compte des variables de contrôle qui affectent significativement la relation. De plus, la simple comparaison de moyennes se révèle inappropriée étant donné la complexité de la relation. D'autres travaux ont introduit certains facteurs additionnels qui affectent la relation et ont effectué des analyses multivariées. Spicer (1978), par exemple, supporte un impact positif de la PE sur la PF. Toutefois, l'auteur souligne que cet effet décroît avec le temps. Cependant, Chen et Melcalf (1980) remettent en cause les résultats de Spicer (1978) en démontrant que la PE n'est pas forcément une composante importante des choix d'actifs financiers des investisseurs. De plus, ces auteurs soulignent le biais découlant de l'omission de certaines variables économiques et financières qui influencent la PF.

Russo et Fouts (1997), par exemple, mettent l'accent sur certains facteurs spécifiques à l'entreprise⁵⁴ et à l'industrie⁵⁵ qui peuvent affecter la relation entre la PE et la PF. Leurs résultats suggèrent qu'un niveau élevé de la PE est associé à l'amélioration de la profitabilité de l'entreprise, mais que la PE n'explique qu'une faible partie de la PF. De plus, ils démontrent que cette relation est modérée par la croissance de l'industrie. D'autres chercheurs, à l'instar de Konar et Cohen (2001) et de King et Lenox (2001), mettent en évidence l'effet modérateur des actifs intangibles comme facteurs affectant la relation entre la PE, mesurée par le *Toxic release index* (TRI), et la PF, mesurée par le Q de Tobin. Leurs résultats montrent qu'en moyenne, une bonne PE permet un accroissement de la valeur au marché des entreprises. En contrôlant la taille, le risque, le ratio de roulement et les sous-

⁵⁴ Le taux de croissance, la taille, l'intensité du capital et l'intensité de la publicité.

⁵⁵ La concentration et le taux de croissance de l'industrie.

industries, Wagner et *al.* (2002), quant à eux, examinent l'impact de la PE mesurée par un score agrégé de pollution sur la PF à partir d'un échantillon d'entreprises de 4 pays œuvrant dans l'industrie des pâtes et papiers. Les résultats obtenus supportent la vision traditionnelle d'une relation négative. Par ailleurs, les auteurs soulignent que ce résultat est peut-être dû au choix de l'industrie. Wagner (2005) met l'accent sur l'importance des facteurs internes (i.e. choix stratégiques) et des facteurs externes (i.e. structure de marché) dans l'examen de la relation. Plusieurs autres facteurs semblent affecter directement ou indirectement la relation entre la PE et la PF, à savoir la taille, la structure du marché, les exigences légales, la visibilité, l'industrie et la qualité de gestion (Wagner et *al.*, 2001). Al-Tuwaijria et *al.* (2004) mettent l'accent sur l'importance de la variable « divulgation environnementale » dans l'étude de la relation entre la PE et la PF. Ils affirment que l'incohérence des études antérieures est due au fait que la PE, la divulgation environnementale et la PF ne sont pas considérées conjointement. Ainsi, à partir d'un système d'équations simultanées, ils démontrent une relation positive significative entre la PE et la PF. Wagner (2010), quant à lui, examine l'effet modérateur des dépenses en R&D et en publicité sur la relation entre la PS et la PF. En divisant la PS en deux volets – social et environnemental –, l'auteur met en évidence un effet positif direct de la PE sur la PF et un impact indirect de la PS sur la PF. Ce résultat suggère que les facteurs R&D et publicité ne semblent pas jouer un rôle modérateur sur la relation entre la PE et la PF. À l'inverse, Telle (2006) obtient une neutralité de la relation entre la PE et la PF. Ce résultat met en évidence l'effet des facteurs inobservables tels que la technologie et la qualité de gestion, qui annulent tout lien entre la PE et la PF.

En somme, les études sur la relation entre la PE et la PF aboutissent à des résultats divergents⁵⁶. Cette disparité peut s'expliquer en grande partie par des problèmes d'ordre méthodologique qui reflètent une vision statique de la relation. Or, la PE est un concept évolutif qui se construit à travers le temps. De plus, la multitude de facteurs modérateurs⁵⁷ externes et internes affectant la relation entre la PE et la PF peut également expliquer les variabilités constatées dans les résultats empiriques.

⁵⁶ Pava et Krausz (1996) démontrent que sur 21 études recensées sur la relation entre la PE et la PF, 12 aboutissent à une relation positive, une étude conclut à une relation négative et le reste des recherches génère des résultats non significatifs.

⁵⁷ L'industrie, la taille, le taux de croissance de l'industrie et la réglementation environnementale.

La majorité des travaux antérieurs ont été dominés par la question de savoir si la PE affecte la PF. Par ailleurs, le questionnement sur l'horizon temporel à partir duquel la relation entre la PE et la PF se concrétise est aussi important pour comprendre la nature dynamique de la relation (Allouche et Laroche, 2005; Brammer et Millington, 2008; Lanoie et *al.*, 2008). En général, cela dépend de la durée nécessaire pour commencer à enregistrer des bénéfices d'une bonne PS. L'impact de ces derniers peut se matérialiser dans des laps de temps différents, si bien que l'impact net peut différer du court terme au long terme. Les initiatives sociales et environnementales nécessitent souvent des investissements significatifs à court terme. Quant aux avantages financiers, ils peuvent varier en fonction du type d'investissement – social ou environnemental – et du délai nécessaire pour enregistrer les effets. Ainsi, selon la nature de ces initiatives (i.e. les programmes de réduction des déchets, la réduction de l'empreinte carbone), des bénéfices peuvent être générés suite à une augmentation des revenus ou à une réduction des coûts. Toutefois, certains avantages reliés au fait d'être socialement responsable sont tributaires de la réceptivité suscitée auprès des parties prenantes (Greening et Turban, 2000; Bhattacharya et Sen, 2004). Par conséquent, les bénéfices nets découlant d'une bonne PE se réalisent dans le long terme lorsque les coûts de ces initiatives sont amortis et que ce que les parties prenantes éprouvent permet de renforcer leur perception positive de l'entreprise et de l'impacter financièrement.

Plusieurs chercheurs tels qu'Ackerman (1973, 1975) et Murray et Edwin (1976) ont examiné le processus de réponse des entreprises aux préoccupations sociales. Leurs résultats suggèrent que le processus de réponse sociale peut prendre des années. Cette longue période met en évidence le temps nécessaire pour intégrer la responsabilité sociale comme un objectif prioritaire d'entreprise et pour développer des arrangements structurels plus formalisés en réponse aux préoccupations sociales. De plus, les délais nécessaires pour obtenir des gains relatifs aux initiatives environnementales sont dus au fait que ces dernières nécessitent souvent des changements internes et externes en termes de réorganisation et de restructuration de l'entreprise pour que celle-ci soit familière avec la nouvelle stratégie environnementale (Hart et Ahuja, 1976). C'est dans ce sens qu'il est plus approprié, selon Elsayed et Platon (2009), d'adopter une approche dynamique pour examiner la relation entre la PE et la PF. En effet, les auteurs soulignent que l'investissement dans de nouvelles

technologies induit vraisemblablement des coûts considérables à court terme, tandis que des gains reliés à une possible amélioration de la productivité et à la satisfaction des consommateurs peuvent être réalisés beaucoup plus tard. Allouche et Laroche (2005), quant à eux, suggèrent que les études longitudinales seraient plus adaptées pour comprendre la nature des effets des actions sociales sur la PF, effets qui ne sont pas forcément ponctuels ni immédiats.

Bien que certaines recherches suggèrent l'existence d'un aspect intertemporel de la relation entre la PS et la PF, les études existantes se sont souvent limitées aux méthodes en coupe transversale ou au mieux, elles introduisent un court décalage dans la relation (Aupperle et *al.*, 1985; Waddock et Graves, 1997; McGuire et *al.*, 1988). Ce choix méthodologique ne permet pas de tenir compte des effets différés des actions sociales et environnementales. Parmi les travaux qui ont examiné la temporalité de l'interaction, certains l'ont fait pour une mesure de PS globale, alors que d'autres ne se sont intéressés qu'à une seule dimension de la PS, soit l'environnement ou la philanthropie. Graves et Waddock (2000) valident un effet positif de la gestion des parties prenantes sur la PF, et ce, aussi bien à court terme qu'à long terme. À partir d'une approche longitudinale, Ruf et *al.* (2001), quant à eux, mettent en évidence l'effet positif immédiat et continu de la PS sur la PF, mesurée par la croissance des ventes. Ils démontrent qu'à court terme, les entreprises socialement responsables bénéficient d'un avantage compétitif. Toutefois, l'impact des activités responsables sur la PF à long terme est moins évident. Ce résultat est expliqué par le fait que les bienfaits de la responsabilité sociale et la réaction des parties prenantes face aux initiatives sociales se font sentir dans les périodes ultérieures. Dans une étude plus récente, Garcia-Castro et *al.* (2008) montrent plutôt que l'impact de la gestion des parties prenantes sur la PF est négatif à court terme, alors qu'il devient positif à long terme. Brammer et Millington (2008) confirment ce résultat pour la dimension philanthropique. En effet, ils montrent que les firmes ayant une bonne PS sous-performent celles qui sont moins socialement responsables à court terme. Cependant, à long terme, ces entreprises sur-performent les entreprises moins socialement responsables. À la lumière de ces résultats, on comprend que le comportement socialement responsable met du temps à se matérialiser en

rendements financiers plus élevés, ce qui est cohérent avec la stratégie de sensibilisation de la responsabilité sociale qui est ultimement payante financièrement.

En ce qui concerne la dimension environnementale, Hart et Ahuja (1995) montrent, à partir d'un échantillon d'entreprises appartenant au S&P500, que les efforts de réduction des émissions sont significativement liés à une augmentation de la performance opérationnelle un an plus tard, et à une amélioration de la PF après deux ans. Les auteurs affirment que les initiatives environnementales impliquent souvent des changements internes et externes en termes de réorganisation et de restructuration de l'entreprise, ce qui explique le délai de reprise financière. Selon une approche statique appliquée sur des données de *panel*, Elsayed et Platon (2005) trouvent que la PE retardée n'a aucun impact sur la PF mesurée par le Q de Tobin et le ratio du rendement des ventes (ROS), mais qu'elle a un impact négatif faiblement significatif avec le ratio du rendement de l'actif (ROA). De même, les estimations sur des données de *panel* dynamique montrent un faible effet de la PE sur la PF. D'après les auteurs, ces résultats sont cohérents avec l'argument selon lequel les entreprises investissent dans les initiatives environnementales jusqu'à ce que les coûts et les profits marginaux s'égalisent. Wagner (2005), quant à lui, explore la relation à long terme entre la PE et la PF en tenant compte de l'influence des stratégies environnementales. L'auteur distingue deux mesures de PE, à savoir les indices basés sur les *outputs*, qui sont associés à des stratégies « End-of-pipe », et les indices basés sur les *inputs*, qui sont associés à des stratégies de prévention de la pollution. Hamschmidt et Dyllick (2006), qui examinent l'impact de l'adoption de la certification ISO 14001, soutiennent que la période moyenne pour le retour sur l'investissement est de 2,2 ans. Pour corriger les limites des études examinant les impacts immédiats de la politique environnementale, Lanoie et al. (2008) considèrent pour leur part les effets dynamiques de cette politique sur la productivité. L'introduction d'un décalage temporel dans leur variable réglementaire a fait paraître un impact positif sur la productivité alors que l'impact immédiat était négatif. Ce résultat a permis de valider l'aspect dynamique de l'hypothèse de Porter⁵⁸.

⁵⁸ L'hypothèse de Porter repose sur le fait que malgré les coûts économiques associés à la réglementation et à la construction de nouveaux standards environnementaux appropriés, ces derniers stimulent l'innovation et le développement technologique (Porter, 1991; Van der Linde, 1995).

Enfin, le dernier point à soulever suite à l'analyse de la littérature concerne la mesure de la PE. La quasi-totalité des travaux qui examinent la relation à partir d'analyses multivariées considèrent le plus souvent des scores agrégés pour évaluer la PE. Or, la responsabilité sociale telle qu'elle est définie par Jones (2005) correspond à un ensemble d'actions permettant de réduire les externalités négatives ou de générer des externalités positives. Selon Mattingly et Berman (2006), ces deux actions sont empiriquement et conceptuellement distinctes. D'ailleurs, certaines études empiriques montrent que la responsabilité et l'irresponsabilité sociales de l'entreprise affectent différemment la PF de l'entreprise. À cet effet, Wood et Jones (1995) soulignent que les résultats des études d'événements montrent que les entreprises à faible PS ont tendance à être pénalisées. Toutefois, leurs résultats ne permettent pas de conclure à un impact financier positif pour des niveaux élevés de PS. De même, Meijer et Schuyt (2005) constatent que même si les consommateurs s'attendent à ce que la PS de l'entreprise ne descende pas en dessous d'un seuil minimum – sous peine d'être *boycottée* –, des niveaux élevés de PS ne se traduisent pas par une augmentation significative des ventes. Plus récemment, Lankoski (2009) montre que les impacts économiques de la PS sont plus positifs pour les questions de réduction des externalités négatives que pour les questions générant des externalités positives.

Chatterji et *al.* (2009), qui testent l'efficacité des mesures de notation KLD dans l'évaluation des pratiques environnementales, obtiennent une différence dans les résultats entre les scores des activités positives et ceux des activités négatives. Une mesure agrégée de la PE ne permettrait pas ainsi de tenir compte de la particularité de chacune de ces deux actions ni d'éviter l'effet compensatoire de leurs scores respectifs. À ce constat s'ajoute le fait que les entreprises ayant des scores élevés pour les forces (i.e. score mesurant les externalités positives) ont habituellement des scores élevés pour les faiblesses (i.e. score mesurant les externalités négatives) (Mattingly et Berman 2006; Delmas et Doctori-Blass, 2010; Mishina et *al.*, 2010). De ce constat, nous pouvons nous interroger sur le recours à une mesure agrégée de la PE. En effet, étant donné que les anticipations des parties prenantes peuvent différer pour ces deux types d'actions, il ne semble pas approprié d'examiner la PE uniquement de façon agrégée si les actions sociales et environnementales sont appréhendées

comme un instrument pour la maximisation de la PF (Donaldson et Preston, 1995; Jones, 1995)

En somme, les tentatives de validation d'une relation systématique entre la PE et la PF demeurent mitigées. L'utilisation des variables dynamiques est absente dans les études antérieures. Plusieurs arguments théoriques supportent l'idée selon laquelle les investissements relatifs aux technologies environnementales procurent des bénéfices non négligeables dans les périodes subséquentes. L'horizon d'investissement constitue ainsi une variable explicative du manque de consensus qui caractérise le type de relation entre la PE et la PF. En effet, plusieurs écrits considèrent que la période d'observation sur laquelle devraient se baser les recherches pour évaluer l'impact de la PE sur la PF devrait être assez longue pour permettre aux *managers* d'avoir une idée claire sur les actions futures, leur permettant ainsi d'ajuster leur performance. Également, la multitude de facteurs modérateurs⁵⁹ externes et internes affectant la relation entre la PE et la PF peut expliquer les variabilités constatées dans les résultats empiriques. Dans un autre ordre d'idées, il serait intéressant d'explorer l'impact distinct des actions responsables (i.e. score des forces) et irresponsables (score des faiblesses) sur une longue période, ce qui permettrait de capturer la dynamique associée à chacune de ces actions qui sont conceptuellement et empiriquement différentes.

En tenant compte des limites soulevées dans la littérature, nous allons formuler nos hypothèses de recherches dans la section suivante.

3.4. Hypothèses de recherche

Plusieurs arguments ont été avancés pour expliquer la relation entre la PE et la PF. Ces arguments reposent principalement sur l'évaluation des coûts induits par les initiatives environnementales et des revenus générés par ces activités. La comparaison entre les coûts induits et les bénéfices générés de la PE définit la nature de la relation entre la PE et la PF. Pour étudier l'impact financier de la PE, plusieurs choix méthodologiques ont été adoptés, reflétant ainsi différents niveaux d'analyse de la relation (i.e. statique versus dynamique). La

⁵⁹ L'industrie, la taille, le taux de croissance de l'industrie et la réglementation environnementale.

majorité des recherches conduites appréhendent le lien entre la PE et la PF dans une perspective statique et examinent un impact contemporain de la PE. À l'instar de ces travaux, nous allons tester, à partir d'une approche statique, l'impact courant de la PE sur la PF, mesurée par un score global.

H1a : La PE agrégée courante a un impact sur la PF.

La simple méthode d'agrégation de la mesure de la PE, soit la soustraction des forces des faiblesses, suppose un effet compensatoire entre les actions positives et les négatives, et ce, quelque soit le niveau d'engagement environnemental⁶⁰. Les actions positives (forces) et les actions négatives (faiblesses) étant deux concepts empiriquement et conceptuellement distincts (Mattingly et Berman, 2006), l'asymétrie de leurs impacts financiers respectifs peut entraîner des différences dans l'interprétation. Certains travaux ont d'ailleurs validé cette asymétrie de l'effet financier des activités sociales positives par rapport aux activités négatives au niveau du concept global de la PS (Strike et *al.*, 2006; Moon, 2007; Bouquet et Deutsch, 2008; Ioannou et Serafeim, 2010) et aussi au niveau de la dimension environnementale (Bird et *al.*, 2007; Bouslah et *al.*, 2012). Il convient donc d'apprécier séparément l'effet sur la PF du score des externalités négatives (i.e. faiblesses) et celui du score des externalités positives (i.e. forces) en testant :

H1b : Le score courant des forces a un impact négatif sur la PF.

H1c : Le score courant des faiblesses a un impact négatif sur la PF.

La majorité des études analysent la relation entre la PE et la PF d'un point de vue statique (Chen et Melcaf, 1980; Freedman et Jaggi, 1982; Wagner, 2005). Or, de plus en plus d'auteurs estiment que l'impact financier de la PE est mieux apprécié dans une perspective dynamique (Hart et Ahuja, 1996; Wagner et Wehrmeyer, 2002; Allouche et Laroche, 2005). En effet, Arlow et Gannon (1982) affirment qu'il peut y avoir un décalage entre le moment où les actions socialement responsables sont prises et le moment où elles commencent à générer des résultats économiques avantageux. Ainsi, certains chercheurs suggèrent que les

⁶⁰ Par exemple, la PS globale pour les entreprises ayant simultanément des scores élevés de forces et de faiblesses est comparable à celles ayant simultanément de faibles scores pour leurs forces et leurs faiblesses.

coûts d'un investissement initial en matière de RSE peuvent dépasser les bénéfices générés des prestations à court terme (Epstein et Roy 2007; Tsoutsoura, 2004; Lanoie et *al.*, 2008). Toutefois, après une certaine période, un investissement environnemental peut être rentabilisé. Ces avantages financiers peuvent être générés lorsque le coût initial est amorti au fil du temps et que cet investissement suscite des réactions positives de la part des parties prenantes concernées (Lanoie et *al.*, 2008; Brammer et Millington, 2008; Sun-Young et Lee, 2009). À cet effet, il serait intéressant d'explorer la dynamique de la relation sur une période plus longue, d'où l'hypothèse suivante :

H2a : La PE agrégée retardée a un impact positif sur la PF.

Les récents travaux considèrent la responsabilité et l'irresponsabilité comme deux phénomènes conceptuellement distincts et sujets à des dynamiques différentes (McGuire *et al.*, 2003; Sharfman et Hart, 2008; Godfrey *et al.*, 2009). Afin de tenir compte des spécificités dynamiques des actions positives et des actions négatives et de ne pas masquer leurs impacts respectifs sur la PF, il convient alors d'aborder séparément ces deux types d'actions à travers le temps.

H2b : Le score retardé des forces a un impact positif sur la PF.

H2c : Le score retardé des faiblesses a un impact négatif sur la PF.

Dans un premier temps, chacune de ces hypothèses (i.e. H2a, H2b et H2c) va être testée en considérant un retard d'une période pour la variable d'intérêt PE, évaluée aussi bien par une mesure agrégée que par des scores distincts des forces et des faiblesses. Dans un deuxième temps, ces mêmes analyses vont être reconduites sur une plus longue période en introduisant respectivement la variable PE décalée de deux ans, puis de trois ans. Ces dernières spécifications vont permettre de capturer un éventuel effet de long terme de la PE sur la PF.

3.5. Méthodologie de recherche

3.5.1. Base de données et échantillon

Afin de tester les hypothèses énoncées, nous avons fusionné les données environnementales avec les données financières. Les données financières proviennent de la base de données COMPUSTAT et les données environnementales proviennent de MSCI ESG STATS (connue sous le nom de *KLD Research & Analytics Inc.*), une agence de notation indépendante fournissant les informations à caractère extra-financier. La couverture de cette base de données, qui se limite en 1991 à approximativement 650 entreprises, atteint environ 1100 entreprises en 2001. À partir de 2003, la taille de la base de données s'accroît pour atteindre un nombre approximatif de 3100 entreprises. Pour chaque entreprise, la performance environnementale est mesurée selon 15 indicateurs, regroupés en score positif (forces) et en score négatif (faiblesses). L'évaluation de ces différents indicateurs repose sur un système d'évaluation binaire. L'ensemble des indicateurs de forces et de faiblesses relatifs à la dimension «environnement», tel qu'il est décrit dans la base de données KLD, est présenté en Annexe 3.1.

Les mesures proposées par KLD ont contribué à l'accroissement des travaux empiriques examinant la relation entre la PS et la PF grâce à la disponibilité de bases de données à large couverture. L'avantage de la notation KLD est qu'elle permet de catégoriser la performance de l'entreprise sur la base de différentes variétés d'activités RSE, notamment, les enjeux environnementaux⁶¹. Bien que la base de données ne reflète pas toutes les informations disponibles sur la gestion des parties prenantes et de la PS, Chatterji et *al.* (2009) affirment

⁶¹ La grille de notation de KLD permet de noter les entreprises américaines selon 13 dimensions de la PS. Les enjeux qualitatifs comprennent sept dimensions, à savoir : (1) employés, (2) communauté, (3) diversité, (4) environnement, (5) gouvernance, (6) produits et (7) droits humains. Chacune de ces dimensions est évaluée sur la base de deux critères que sont les forces (i.e. score positif) et les faiblesses (i.e. score négatif). Les six dimensions restantes constituent une série de critères d'exclusion, à savoir l'implication dans des activités : (1) militaire, (2) nucléaire, (3) arme à feu, (4) jeu, (5) alcool et (6) tabac. Ces dernières dimensions sont évaluées uniquement sur la base des faiblesses et ne donnent lieu qu'à des scores négatifs.

qu'elle demeure un bon prédicteur de mesures et reflète, par exemple la conformité aux règlements environnementaux.

Bref, l'échantillon final retenu à partir de la fusion de la base de données KLD avec *Compustat* consiste en un panel non équilibré de 21172 observations firmes années sur la période de 1991-2007.

3.5.2. Variables dépendantes, indépendantes et de contrôle

3.5.2.1. Variables dépendantes

La PF est mesurée par le taux de rendement de l'actif (ROA) qui est opérationnalisé par le ratio du bénéfice net sur l'actif total. Cette mesure comptable est couramment utilisée dans la littérature comme mesure de rentabilité (Freedman et Jaggi, 1992; Hart et Ahuja, 1996; Russo et Fouts, 1997; Stanwick et Stanwick, 2000; King et Lenox, 2002; Guenster et *al.*, 2006; Nakao et *al.*, 2007). Wu (2006) avance que les mesures comptables sont de meilleurs prédicteurs de la PS que les mesures de marché. De plus, le choix de cette mesure va nous permettre de comparer nos résultats à ceux des études antérieures utilisant ce même indicateur.

3.5.2.2. Variables indépendantes

Afin de pouvoir comparer nos résultats à la majorité des travaux qui utilisent comme *proxy* de la PE l'indice KLD, nous avons choisi de considérer deux niveaux de mesure : (1) une mesure agrégée de PE et (2) deux mesures désagrégées. Le premier niveau correspond à une mesure de PE moyenne (Envt) découlant de la différence entre le score moyen des forces et le score moyen des faiblesses de la dimension «environnement» pour chaque année. Ainsi, la mesure de PE agrégée qui permet de tester l'hypothèse H1a est calculée comme suit :

$$PE = \left[\frac{1}{N_Str} \sum_{i=1}^I Str_i - \frac{1}{N_Con} \sum_{j=1}^J Con_j \right] \quad (1)$$

Avec :

Str_i : score des forces, Con_j : score des faiblesses, N_Str : nombre total des forces pour la dimension environnement et N_Con : nombre total des faiblesses pour la dimension environnement.

Le deuxième niveau fournit l'information désagrégée sur la PE et distingue les activités environnementales négatives (faiblesses) de celles qui sont positives (forces). Ce niveau de désagrégation est nécessaire en raison de l'objectif qui est d'analyser l'impact individuel de chacun de ces deux aspects sur la PF. Ainsi, pour tester nos hypothèses H1b et H2b, le score moyen des forces (Str_Envt) égale à la somme des actions positives relatives à l'environnement divisée par le nombre maximal de ces actions. Pour tester les hypothèses H1c et H2c, nous avons calculé le score moyen des faiblesses (Con_Envt) comme la somme des actions environnementales négatives divisée par le nombre maximal de ces actions.

L'indice des actions environnementales positives (Str_Envt) :

$$Str_Envt = \left[\frac{1}{N_Str} \sum_{i=1}^I Str_i \right] \quad (2)$$

L'indice des actions environnementales négatives (Con_Envt) :

$$Con_Envt = \left[\frac{1}{N_Con} \sum_{j=1}^J Con_j \right] \quad (3)$$

3.5.2.3. Variables de contrôle

Afin de tenir compte des facteurs qui affectent la PF, nous avons introduit dans nos modèles statistiques une série de variables de contrôle. Plus précisément, nous avons inclus des variables contrôlant l'effet de la taille, du risque, des dépenses en investissement et de l'industrie.

La taille de l'entreprise est considérée comme un indicateur d'économies d'échelle et de pouvoir de marché. Ainsi, un effet positif de la taille sur la PF a été validé par plusieurs travaux empiriques (Waddock et Graves, 1997; Strike et al., 2006; Wu, 2006; Callan et

Thomas, 2009). Comme bon nombre d'auteurs (Al-Tuwaijri et *al.*, 2004; Lee et Faff, 2009; Ioannou et Serafeim, 2010), nous avons opérationnalisé l'effet de la taille par le logarithme de la valeur boursière des actions (L_{taille}).

Pour capturer l'effet du risque, nous avons considéré deux *proxies* : (1) le risque comptable ($Netlev$) et (2) le risque systématique ($B\beta$). Les travaux antérieurs montrent que le risque affecte aussi bien la PE que la PF. Les entreprises ayant un faible niveau de risque disposent d'un modèle de rendement stable, et par conséquent, sont amenées à investir davantage dans les activités sociales et environnementales (Roberts, 1992; Zyglidopoulos, 1999). De plus, les entreprises qui s'engagent dans des démarches responsables ont tendance à réduire leur niveau de risque (Orlitzky et Benjamin 2001). Dans le cadre de cette étude, le risque comptable est mesuré par le ratio de la dette à long terme nette sur la valeur boursière des actions (Hart et Ahuja, 1996; Palton et Elsayed, 2005; Clarkson et *al.*, 2008). Le risque systématique, quant à lui, est opérationnalisé par le bêta obtenu à partir du MEDAF (Toms, 2002; Salama, 2005).

Trois facteurs liés aux opérations d'investissement de l'entreprise sont susceptibles d'affecter positivement la PF, à savoir les dépenses en R&D, en publicité et en immobilisation (Hart et Ahuja, 1996; Mc William et Siegel, 2000; Dowell et *al.*, 2000; King et Lenox, 2002; Paton et Elsayed, 2009; Ioannou et Serafeim, 2010). D'abord, les dépenses en R&D reflètent le degré de différenciation de l'entreprise ainsi que ses opportunités de croissance (Mc Williams et Siegel, 2000). Les dépenses en publicité constituent pour leur part une autre façon pour l'entreprise de se différencier, permettant ainsi une certaine fidélisation des consommateurs (Hart et Ahuja, 1996). Enfin, l'investissement en immobilisation, qui crée de l'innovation en matière de produits et de processus, reflète les opportunités de croissance de l'entreprise (Dhaliwal et *al.*, 2011). Ces différentes opérations d'investissement sont opérationnalisées par le ratio de la somme des dépenses en recherche et développement (R&D), en publicité et en immobilisation par l'actif total ($Invest$).

Afin d'éviter que la variation de la PF ne soit due à des différences reliées aux économies d'échelle, à l'intensité de la concurrence ou encore à la diffusion des pratiques sociales et environnementales, nous avons inclus une série de variables binaires pour contrôler l'effet de l'industrie (Waddock et Graves, 1997; Mc Williams et Siegel, 2000). La classification choisie, est celle de Fama et French (1997), basée sur 48 industries distinctes.

3.5.2.4. Variables interactives

En plus des variables de contrôle, nous avons introduit des termes interactifs afin de mettre en évidence l'effet modérateur de certains facteurs spécifiques à l'entreprise. À cet effet, trois termes interactifs ont été introduits : (PE*Lntaille), (PE*Beta) et (PE*Invest). Nous introduisons le terme d'interaction (PE*Lntaille) pour capturer l'effet additionnel du facteur taille sur l'impact financier de la PE et le terme croisé (PE*Beta) permet de tenir compte d'un changement de l'effet de la PE sur la PF avec le niveau du risque. Enfin, l'effet modérateur des dépenses en investissement sur la relation entre la PE et la PF est évalué avec le terme (PE*Invest).

3.5.3. Spécification du modèle

Afin de tester nos hypothèses de recherche, deux approches ont été adoptées : une approche statique et une approche dynamique. Pour la méthode statique, nous avons apprécié la contribution de la PE courante à la PF de la même année. Dans cette régression, nous n'avons introduit aucune variable retardée. Ainsi, pour capturer l'effet de la PE contemporaine sur la PF, nous avons estimé la régression suivante :

$$PF_u = \alpha_0 + \beta_1 PE_u + \rho_1 Lntaille_u + \rho_2 Netlev_u + \rho_3 Beta_u + \rho_4 Invest_u + \delta_1 (PE_u * Lntaille_u) + \delta_2 (PE_u * Beta_u) + \delta_3 (PE_u * Invest_u) + \varepsilon_u \quad (4)$$

Où :

PF_{it} est la mesure de la PF pour l'entreprise i au temps t , PE_{it} est la mesure de PE pour l'entreprise i au temps t , $Lntaille_{it}$, $Beta_{it}$, $Netlev_{it}$, $Invest_{it}$ représentent respectivement les mesures de la taille, du risque systématique, du levier financier et des dépenses en investissement pour l'entreprise i au temps t .

En considérant les mesures désagrégées de la PE, le modèle à estimer est spécifié comme suit :

$$\begin{aligned}
 PF_{it} = & \alpha_0 + \beta_{11}Str_Env_{it} + \beta_{12}Con_Env_{it} + \rho_1Lntaille_{it} + \rho_2Netlev_{it} + \rho_3Beta_{it} \\
 & + \rho_4Invest_{it} + \delta_{11}(Str_Env_{it} * Lntaille_{it}) + \delta_{12}(Con_Env_{it} * Lntaille_{it}) \\
 & + \delta_{21}(Str_Env_{it} * Beta_{it}) + \delta_{22}(Con_Env_{it} * Beta_{it}) \\
 & + \delta_{31}(Str_Env_{it} * Invest_{it}) + \delta_{32}(Con_Env_{it} * Invest_{it}) + \varepsilon_{it}
 \end{aligned}$$

(5)

L'approche dynamique consiste à introduire des variables décalées de la PE. Cette approche nous permet d'examiner l'impact financier de la PE sur des périodes plus longues. En considérant que l'effet des actions environnementales se concrétise à long terme, nous avons introduit d'autres retards pour la mesure de la PE. Ainsi, nous utilisons les régressions (4) et (5) à la suite de quoi nous introduisons la variable PE avec une période, deux périodes puis avec trois périodes de retard. En effet, nous considérons que la PE de la dernière ou de l'avant-dernière année peut influencer la PF d'une année donnée. L'introduction de variables retardées tant au niveau agrégé qu'au niveau désagrégé vise à capturer les effets dynamiques de la PE sur la PF qui s'étalent dans le temps.

La relation entre la PE courante et la PF n'étant pas immédiate, nous avons choisi d'incorporer la relation de long terme en ajoutant la variable retardée de la PE. Nous obtenons ainsi une relation entre la PF et la PE de la période courante et de la période précédente. Ce modèle est d'autant plus justifié que Godfrey et al. (2009) soutiennent que la variable environnement retardée d'une année permet d'assurer que la notation de chaque entreprise soit bien connue par le public.

En fonction de la mesure de la PE, deux modèles sont ainsi considérés :

$$PF_u = \alpha_0 + \beta_1 PE_u + \beta_2 PE_{u-1} + \rho_1 Lntaille_u + \rho_2 Netlev_u + \rho_3 Beta_u + \rho_4 Invest_u \\ + \delta_1 (PE_u * Lntaille_u) + \delta_2 (PE_u * Beta_u) + \delta_3 (PE_u * Invest_u) + \varepsilon_u \quad (4a)$$

En utilisant les mesures désagrégées de la PE, nous avons :

$$PF_u = \alpha_0 + \beta_{11} Str_Envt_u + \beta_{12} Con_Envt_u + \beta_{21} Str_Envt_{u-1} + \beta_{22} Con_Envt_{u-1} \\ + \rho_1 Lntaille_u + \rho_2 Netlev_u + \rho_3 Beta_u + \rho_4 Invest_u + \delta_{11} (Str_Envt_u * Lntaille_u) \\ + \delta_{12} (Con_Envt_u * Lntaille_u) + \delta_{21} (Str_Envt_u * Beta_u) + \delta_{22} (Con_Envt_u * Beta_u) \\ + \delta_{31} (Str_Envt_u * Invest_u) + \delta_{32} (Con_Envt_u * Invest_u) + \varepsilon_u \quad (5a)$$

Nous ajoutons aux modèles (4a) et (5a) la variable PE retardée de deux périodes afin de tenir compte de potentiels effets à plus long terme. Dès lors, il se peut que la PE n'ait pas seulement des effets à court terme, mais qu'elle ait aussi un effet sur la PF après deux ans. Cette spécification permet également d'apprécier un changement de comportement de la relation au fil du temps. Les spécifications dynamiques ainsi modélisées s'écrivent ainsi :

$$PF_u = \alpha_0 + \beta_1 PE_u + \beta_2 PE_{u-1} + \beta_3 PE_{u-2} + \rho_1 Lntaille_u + \rho_2 Netlev_u + \rho_3 Beta_u \\ + \rho_4 Invest_u + \delta_1 (PE_u * Lntaille_u) + \delta_2 (PE_u * Beta_u) + \delta_3 (PE_u * Invest_u) + \varepsilon_u \quad (4b)$$

Avec les mesures désagrégées de la PE, nous obtenons :

$$PF_u = \alpha_0 + \beta_{11} Str_Envt_u + \beta_{12} Con_Envt_u + \beta_{21} Str_Envt_{u-1} + \beta_{22} Con_Envt_{u-1} \\ + \beta_{31} Str_Envt_{u-2} + \beta_{32} Con_Envt_{u-2} + \rho_1 Lntaille_u + \rho_2 Netlev_u + \rho_3 Beta_u \\ + \rho_4 Invest_u + \delta_{11} (Str_Envt_u * Lntaille_u) + \delta_{12} (Con_Envt_u * Lntaille_u) \\ + \delta_{21} (Str_Envt_u * Beta_u) + \delta_{22} (Con_Envt_u * Beta_u) \\ + \delta_{31} (Str_Envt_u * Invest_u) + \delta_{32} (Con_Envt_u * Invest_u) + \varepsilon_u \quad (5b)$$

Enfin, en introduisant trois retards, les modèles se présentent comme suit :

$$\begin{aligned}
 PF_{it} = & \alpha_0 + \beta_1 PE_{it} + \beta_2 PE_{it-1} + \beta_3 PE_{it-2} + \beta_4 PE_{it-3} + \rho_1 Lntaille_{it} \\
 & + \rho_2 Netlev_{it} + \rho_3 Beta_{it} + \rho_4 Invest_{it} + \delta_1 (PE_{it} * Lntaille_{it}) \\
 & + \delta_2 (PE_{it} * Beta_{it}) + \delta_3 (PE_{it} * Invest_{it}) + \varepsilon_{it}
 \end{aligned}
 \tag{4c}$$

$$\begin{aligned}
 PF_{it} = & \alpha_0 + \beta_{11} Str_Envt_{it} + \beta_{12} Con_Envt_{it} + \beta_{21} Str_Envt_{it-1} + \beta_{22} Con_Envt_{it-1} \\
 & + \beta_{31} Str_Envt_{it-2} + \beta_{32} Con_Envt_{it-2} + \beta_{41} Str_Envt_{it-3} + \beta_{42} Con_Envt_{it-3} \\
 & \rho_1 Lntaille_{it} + \rho_2 Netlev_{it} + \rho_3 Beta_{it} + \rho_4 Invest_{it} + \delta_{11} (Str_Envt_{it} * Lntaille_{it}) \\
 & + \delta_{12} (Con_Envt_{it} * Lntaille_{it}) + \delta_{21} (Str_Envt_{it} * Beta_{it}) + \delta_{22} (Con_Envt_{it} * Beta_{it}) \\
 & + \delta_{31} (Str_Envt_{it} * Invest_{it}) + \delta_{32} (Con_Envt_{it} * Invest_{it}) + \varepsilon_{it}
 \end{aligned}
 \tag{5c}$$

Les propriétés dynamiques de la relation dépendent des valeurs et des profils des coefficients β_i . Ainsi, nous pouvons effectuer des tests pour savoir si la PE a un effet à long terme sur la PF ou si les variables retardées de deux ou trois ans ont une influence en considérant la significativité des coefficients β_i .

Selon une approche en coupe transversale, nous avons estimé les différentes spécifications par des régressions *Pooled times-series cross-section* tout en contrôlant pour l'effet de l'industrie et l'effet de l'année. L'estimation du modèle *Pooled times-series cross-section* permet d'exploiter une double dimension : individuelle et temporelle. Les erreurs types sont ajustées pour l'hétéroscédasticité et corrigées selon la méthode de segmentation (*cluster*). Afin d'éviter de potentielles distorsions causées par la présence de valeurs extrêmes, nous avons utilisé pour tous les modèles des variables *winsorisées* (sauf pour les mesures de la PE)⁶². Les estimations effectuées dans le cadre de cette étude s'appuient sur un échantillon non cylindré de données de *panel* de 21172 observations firme année sur la période de 1991-2007. De plus, afin de vérifier l'éventuelle colinéarité entre les variables explicatives (notamment les variables retardées), nous avons calculé l'indicateur d'inflation

⁶² La procédure de *winsorisation* utilisée consiste à remplacer les valeurs en deçà du 1^{er} centile (1 % *bottom*) par ce centile et celles au-delà du dernier centile (99 % *top*) par ce dernier.

de la variance (*Variance Inflation Factor*, VIF) avec le logiciel STATA. Une valeur inférieure à 10 souligne que la colinéarité entre les variables est tolérable. Dans la totalité des estimations, la colinéarité ne semble pas de nature à biaiser le modèle.

3.6. Résultats empiriques

3.6.1. Statistiques descriptives

Afin de mieux saisir l'ensemble des données utilisées dans nos analyses, nous présentons au tableau 3.1 les statistiques descriptives de nos variables (sauf les *dummies* pour les industries). En ce qui concerne les informations à caractère environnemental, les entreprises de notre échantillon ont en moyenne une PE agrégée négative (Moyenne Evt = -0,014) avec un écart type de 11,2 %. Cela s'est reflété sur le plan des mesures désagrégées de PE, où le score moyen des actions négatives (0,041) est supérieur au score moyen des actions positives (0,026). Du côté de la PF, on remarque qu'en moyenne, les entreprises de notre échantillon sont rentables (moyenne ROA=7,7 %). Quant aux variables de contrôle, l'échantillon comprend des entreprises de grande taille avec un niveau de risque systématique assez élevé. La taille moyenne est de 7,544 milliards de dollars (147 %) alors que le niveau moyen de risque est de l'ordre de 1,136. Cependant, une grande variabilité caractérise les mesures de la taille et du risque systématique (i.e. 1,478 % et 0,848 %).

Tableau 3.1: Résumé des statistiques descriptives

Variables	Observations	Moyenne	Écart-type	Min	Max
ROA	21495	.077	.106	-.411	.358
Envt	21917	-.014	.112	-.833	.667
Envt_Str	21917	.026	.077	0	.800
Envt_Con	21917	.041	.110	0	1
Beta	21625	1.136	.848	-.180	4.234
Lntaille	21871	7.544	1.478	4.853	11.515
Netlev	21901	.145	.267	-.831	2.592
Invest	21901	.091	.096	-.000	1.499

Notes :

Le tableau 3.1 représente les statistiques descriptives des différentes variables utilisées pour un panel non cylindré de 21172 observations firme année sur la période de 1991-2007. ROA est l'indicateur de PF, mesuré par le taux de rendement de l'actif. Envt est la mesure agrégée de la performance environnementale qui combine les forces (*strengths*) et les faiblesses (*concerns*). Les mesures désagrégées sont : (1) Envt_Str est le score des forces de la dimension environnement et (2) Envt_Con est le score des faiblesses de la dimension environnement. Beta est le risque systématique, mesuré par le bêta du marché en utilisant le MEDAF. Lntaille est la mesure de la taille opérationnalisées par le logarithme de la valeur boursière des actions. Netlev est le levier financier, mesuré par le rapport de la dette à long terme nette sur la valeur boursière des actions. Invest est la mesure des dépenses en investissement, calculée par le ratio de la somme des dépenses en R&D, en publicité et en investissement divisé par l'actif total.

L'analyse de la matrice de corrélations présentée au tableau 3.2 indique que la PF est corrélée aux variables explicatives à l'exception de la mesure agrégée de la PE et du levier financier. Une corrélation positive et significative au seuil de 1 % est constatée entre le ROA et Str_Ent, Con_Envt et Lntaille, alors qu'une corrélation négative est obtenue entre le ROA et le Beta et l'Invest. Pour sa part, le niveau de la PE agrégée n'est pas corrélé à la PF. Toutefois, les mesures désagrégées de la PE sont significativement positivement corrélées à la PF. La mesure de risque systématique et les dépenses en investissement sont négativement corrélées à la PF au seuil de 1 %. La taille et la PF sont positivement corrélées au seuil de 1 % et le levier financier est corrélé positivement à la PF au seuil de 10 %.

Tableau 3.2 : Matrice de corrélations

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
(1) ROA	1							
(2) Eenvt	-.004	1						
(3) Eenvt_Str	.041*	.382*	1					
(4) Eenvt_Con	.033*	-.755*	.316*	1				
(5) Beta	-.246*	.050*	-.081*	-.109*	1			
(6) Lntaille	.282*	-.147*	.216*	.304*	-.151*	1		
(7) Netlev	.012	-.084*	.083*	.145*	-.246*	.146*	1	
(8) Invest	-.184*	.042*	.034*	-.019*	.276*	-.076*	-.228*	1

Notes :

Le tableau 3.2 représente les coefficients de corrélations entre les différentes variables utilisées pour un panel non cylindré de 21172 observations firme année sur la période de 1991-2007. ROA est l'indicateur de PF mesuré par le taux de rendement de l'actif. Eenvt est la mesure agrégée de la performance environnementale qui combine les forces (strengths) et les faiblesses (concerns). Les mesures désagrégées sont : (1) Eenvt_Str est le score des forces de la dimension environnement et (2) Eenvt_con est le score des faiblesses de la dimension environnement. Beta est le risque systématique, mesuré par le bêta du marché en utilisant le MEDAF. Lntaille est la mesure de la taille opérationnalisée par le logarithme de la valeur boursière des actions. Netlev est le levier financier, mesuré par le rapport de la dette à long terme nette sur la valeur boursière des actions. Invest est la mesure des dépenses en investissement, calculée par le ratio de la somme des dépenses en R&D, en publicité et en investissement divisé par l'actif total.

* significatif au seuil de 1% ($p < 0.01$).

3.6.2. Analyse des résultats

3.6.2.1. Modèle statique

Dans un premier temps, nous avons testé l'hypothèse H1a qui stipule que la PE courante affecte la PF. Les résultats de l'estimation par *MCO-pooled* montrent que l'impact direct de la PE sur la PF est statistiquement nul. (Tableau 3.3 - Modèle 1). Toutefois, il existe une relation indirecte entre la PE et la PF via les facteurs taille, risque et investissement. Ce dernier résultat met en évidence le rôle modérateur positif de la taille ($\delta_1 = .016, p < .05$), négatif du risque ($\delta_2 = -.052, p < .01$) et négatif de l'investissement ($\delta_3 = -.473, p < .01$). Cela implique que l'effet marginal de la PE croît avec la taille des entreprises. Cet effet marginal décroît avec les niveaux de risque et les dépenses en investissement, ce qui signifie que la taille joue un rôle amplificateur de la relation, alors que les facteurs «risque» et «investissement» ont un rôle plutôt réducteur.

Ce premier résultat qui infirme notre hypothèse H1a rejoint les résultats de Chen et Metcalf (1980) et ceux de Freedman et Jaggi (1982). Ces auteurs examinent également l'impact courant de la réduction de la pollution sur la PF, qu'ils mesurent par des indicateurs comptables. Murray et al. (2006) obtiennent également une neutralité de la relation entre la PE et la PF en utilisant un indicateur de marché comme mesure de la PF. En ce qui concerne les effets modérateurs de la taille et de l'investissement, nos résultats vont dans le même sens que ceux de Hull et Rothenberg (2008) et d'Ioannou et Serafeim (2010). Ces derniers concluent que l'impact positif de la performance sociale sur la perception des analystes est plus marquant pour les entreprises de grande taille. Hull et Rothenberg (2008), quant à eux, montrent que l'impact financier positif de la PS est plus important pour les entreprises moins innovantes.

Dans un deuxième temps, nous avons testé les hypothèses H1b et H1c qui stipulent que les externalités positives (forces), tout comme les négatives (faiblesses), nuisent à la PF. Nos résultats ne permettent pas de rejeter ces deux suppositions (Tableau 3.4 - Modèle1). Les actions environnementales positives courantes exercent un effet significatif négatif sur la PF au seuil de 1 % ($\beta_{11} = -0,083$). Quant aux actions négatives, l'impact financier courant est

également significativement négatif au seuil de 1 % ($\beta_{12} = -.064$). Ce résultat montre, d'une part, que le marché réagit négativement et rapidement aux externalités négatives de l'entreprise. D'autre part, les initiatives environnementales semblent être initialement coûteuses pour l'entreprise, ce qui implique que l'investissement dans des stratégies environnementales est souvent associé à une augmentation des coûts qui affectent négativement la PF.

Les résultats mettent également en évidence l'effet modérateur positif du risque ($\delta_{22} = .072, p < .01$) et des dépenses en investissement ($\delta_{32} = .834, p < .01$; $\delta_{32} = 1.296, p < .01$). En effet, le risque tel qu'il est mesuré par bêta atténue l'effet négatif des actions environnementales négatives sur la PF. Les dépenses en investissement tempèrent l'effet négatif des forces et des faiblesses sur la PF. Quant au facteur taille, il semblerait qu'il ne joue pas de rôle modérateur sur la relation entre les forces, les faiblesses et la PF.

Tableau 3.3 : Résultats de l'analyse de l'estimation de la régression *Pooled* en utilisant la mesure agrégée de la PE

	Modèle 1	Modèle 2	Modèle 3	Modèle 4
Variable dépendante	ROA			
Envt	.012 (.011)	.008 (.01)	.005 (.011)	.003 (.011)
Envt (-1)		.026 ^{***} (.006)	.023 ^{***} (.005)	.020 ^{***} (.005)
Envt (-2)			.022 ^{***} (.005)	.020 ^{***} (.005)
Envt (-3)				.018 ^{***} (.006)
Beta	-.028 ^{***} (.001)	-.028 ^{***} (.001)	-.028 ^{***} (.001)	-.028 ^{***} (.001)
Taille	.019 ^{***} (.001)	.019 ^{***} (.001)	.019 ^{***} (.001)	.019 ^{***} (.001)
Netlev	-.050 ^{***} (.006)	-.050 ^{***} (.006)	-.050 ^{***} (.006)	-.050 ^{***} (.006)
Invest	-.193 ^{***} (.024)	-.193 ^{***} (.024)	-.194 ^{***} (.024)	-.194 ^{***} (.024)
Envt*Taille	.016 ^{**} (.006)	.015 ^{**} (.006)	.014 ^{**} (.006)	.014 ^{**} (.006)
Envt*Invest	-.473 ^{***} (.163)	-.476 ^{***} (.163)	-.475 ^{***} (.163)	-.477 ^{***} (.163)
Envt*Beta	-.052 ^{***} (.013)	-.052 ^{***} (.013)	-.052 ^{***} (.013)	-.052 ^{***} (.013)
Constante	.036 (.024)	.035 (.024)	.035 (.023)	.034 (.023)
Dummies Industries	Oui	Oui	Oui	Oui
Dummies Années	Oui	Oui	Oui	Oui
Observations	21,172	21,171	21,170	21,169
R-carré	.298	.299	.299	.300

Notes :

Le tableau 3.3 résume les résultats de l'estimation des modèles de régression *Pooled times-series cross-section* pour un panel non cylindré de 21172 observations firme année sur la période de 1991-2007. ROA est l'indicateur de PF mesuré par le taux de rendement de l'actif. Eenvt est la mesure agrégée courante de la performance environnementale qui combine les forces (*strengths*) et les faiblesses (*concerns*). Eenvt (-1) est la mesure agrégée de la performance environnementale retardée d'une période. Eenvt (-2) est la mesure agrégée de la performance environnementale retardée de deux périodes. Eenvt (-3) est la mesure agrégée de la performance environnementale retardée de trois périodes. Les variables de contrôle comprennent : le risque systématique (Beta) mesuré par le bêta du marché en utilisant le MEDAF, la taille (Lntaille) mesurée par le logarithme de la valeur boursière des actions, le levier financier (Netlev) mesuré par le rapport de la dette à long terme nette sur la valeur boursière des actions et les dépenses en investissement (Invest) mesurées par le ratio de la somme des dépenses en R&D, en publicité et en investissement divisée par l'actif total. Les variables interactives sont représentées par les termes croisés : (Eenvt*Lntaille), (Eenvt*Beta) et (Eenvt*Invest). Les variables de contrôle pour l'industrie, identifiées selon la classification de Fama et French (1997), ne sont pas reportées.

*** significatif à 1% ($p < 0.01$); ** significatif à 5% ($p < 0.05$); * significatif à 10% ($p < 0.1$).

3.6.2.2. Modèle dynamique

Afin de tester l'effet à long terme de la PE sur la PF, trois modèles ont été considérés. Les résultats de ces différents modèles sont reportés dans les tableaux 3.3 et 3.4. Premièrement, l'estimation de la spécification dynamique du modèle (4a) nous a permis de tester l'hypothèse H_{2a} qui stipule l'existence d'un effet positif de la PE retardée d'une période sur la PF courante. Les résultats montrent que contrairement à l'effet immédiat de la PE sur la PF qui est neutre, l'impact financier de la PE sur la PF est significativement positif à long terme (Tableau 3.3 - Modèle 2). En effet, l'impact de la PE pour l'année courante, traduit par le coefficient β_1 , n'exerce aucun effet sur la PF. Toutefois, cet effet devient significativement positif au seuil de 1 % pour la mesure retardée d'une année de la PE (i.e. $\beta_2 = 0,026$). Ainsi, ce résultat ne permet pas de rejeter l'hypothèse H_{2a} et suggère que les bienfaits des actions environnementales se concrétisent après un certain temps. Ces résultats corroborent les conclusions de Salama (2005) qui soutient que les bienfaits de la PE sur la PF, mesurés par l'indice de réputation⁶³, surviennent dans l'année subséquente. Wagner (2010) conclut également à un effet direct positif de la PE retardée d'une année sur la PF courante. L'auteur

⁶³ Soit le *Reputation index of Britain's MAC* qui est publié par le *Management Today* qui est l'équivalent du *Fortune's survey*.

suggère que l'amélioration de la PE qui conduit à un gain d'efficience ou même à une réduction du risque affecte directement et positivement la PF.

Comme ce fut le cas pour le modèle statique, l'estimation du modèle dynamique (4a) montre que l'effet indirect de la PE courante sur la PF est significatif. En effet, nos résultats mettent encore en évidence le rôle modérateur des facteurs taille, risque et dépense en investissement. Les résultats montrent que l'effet marginal de la PE croît avec la taille et qu'il décroît avec le risque et les dépenses en investissement. Cela signifie que la taille de l'entreprise joue un rôle amplificateur sur la relation alors que le niveau de risque et les dépenses en investissement atténuent l'impact positif de la PE sur la PF.

L'analyse de l'impact dynamique des actions positives et négatives du modèle (5a) montre un effet asymétrique à long terme entre ces deux actions (Tableau 3.4 - Modèle 2). La mesure retardée d'une année des externalités positives exerce un effet positif ($\beta_{21} = .022, p < .01$) sur la PF alors que celle des externalités négatives a plutôt un effet négatif ($\beta_{22} = -.023, p < .01$). Il est intéressant de constater que l'impact des externalités positives change avec le temps. À court terme, l'effet de ces externalités est négatif et il devient positif à long terme ($\beta_{12} = .022$). Quant à l'impact des externalités négatives, les résultats mettent en évidence un effet négatif stable dans le temps. Ainsi, l'impact négatif des actions environnementalement irresponsables sur la PF semble persister dans le temps. En effet, les coefficients β_{21} et β_{22} du score courant et retardé d'une année des faiblesses sont significativement négatifs au seuil de 1 %. Ce résultat rejoint ceux d'Oikonomou et *al.* (2012) qui valident un effet positif de l'indice des externalités environnementales négatives retardées d'une année sur le risque systématique. Toutefois, les auteurs ne parviennent pas à mettre en évidence un effet négatif des externalités environnementales positives retardées d'une année sur le risque.

Deuxièmement, l'examen de l'impact à long terme de la PE sur la PF par l'ajout d'une variable retardée de deux périodes de la PE met en évidence une relation dynamique. Les résultats de l'estimation de cette spécification montrent que même s'il n'existe pas d'impact direct de la PE courante sur la PF, l'effet de cette variable est plutôt significatif à long terme (soit à t-1 et t-2). L'influence de la PE retardée d'une année ($\beta_2 = .023$) et de deux années ($\beta_3 = .022$) est significativement positive au seuil de 1 %. Ce résultat démontre une certaine persistance de l'impact positif de la PE sur la PF qui s'installe après une année. Ces résultats vont dans le même sens que les conclusions apportées par Hart et Ahuja (1997) qui préconisent un effet positif de la réduction de la pollution sur la PF à l'intérieur de 1 à 2 ans. Ces auteurs considèrent qu'à l'intérieur de cette période, les entreprises peuvent réaliser des économies sur les coûts. Ce retour d'économies peut être investi dans d'autres projets de réduction des émissions pour un certain nombre d'années, jusqu'à ce que cet investissement contrebalance le solde négatif.

Du côté des mesures désagrégées, l'effet financier négatif des actions irresponsables demeure significativement négatif au seuil de 1 %, aussi bien à court terme qu'à long terme, comme en le témoignent les coefficients respectifs du score courant et décalé des faiblesses (i.e. $\beta_{12} = -.057$, $p < .01$; $\beta_{22} = -.019$, $p < .01$ et $\beta_{32} = -.021$, $p < .01$). Ce résultat confirme une certaine persistance des effets financiers négatifs relatifs aux actions environnementales négatives. À l'inverse, l'influence des actions environnementales positives dans la dynamique à long terme est non significative. L'impact de ces actions se limite à la dynamique à court terme, soit la PE courante et celle qui est retardée d'une année. Par ailleurs, le signe de l'impact diffère selon ces deux mesures : un effet négatif significatif au seuil de 1 % du score courant des forces sur la PF (i.e. $\beta_{11} = -.088$) et un effet positif significatif au seuil de 5 % du score retardé d'une période des forces (i.e. $\beta_{21} = .020$).

Troisièmement, l'estimation du modèle (4c), qui introduit la variable PE retardée de trois ans, vient appuyer les résultats obtenus dans le modèle précédent (4b). Les résultats de l'estimation du modèle avec la mesure agrégée montrent que même si la PE courante ne constitue pas une variable pertinente dans l'explication de la PF, son influence dans la dynamique de long terme est significative. La perte d'influence à court terme pour cette

variable peut s'expliquer par la nature même de l'activité environnementale. En effet, même si la PF dépend de la décision d'investir dans les enjeux environnementaux, une fois qu'un projet est retenu, le rendement financier de cet investissement se concrétise progressivement et devient plus significatif à long terme. Ce résultat rejoint les résultats de Lanoie et *al.* (2008) qui concluent que l'effet de la mesure de la réglementation retardée à t-3 a un effet positif sur la productivité.

Également, l'estimation du modèle (5c) avec les forces et les faiblesses conduit à des résultats qui appuient les conclusions du modèle précédent (5b) (Tableau 3.4 - Modèle 4). Les actions irresponsables exercent un effet négatif significatif à court et long termes. Autrement dit, le coefficient de la variable *Con_Envt* retardée de trois ans est significativement négatif au seuil de 1 % (i.e. $\beta_{24} = -.015$). Ce résultat implique que le marché continue de pénaliser les actions environnementales négatives à long terme. À l'inverse, les actions environnementales positives retardées de trois ans n'exercent aucune influence sur la PF courante, ce qui implique qu'un comportement environnementalement responsable ne semble pas être payant sur plusieurs années, alors qu'un comportement irresponsable paraît pénalisant pour l'entreprise à court et long termes. Cela permet de montrer que la sensibilité du marché varie en fonction du type d'actions environnementales et à travers le temps.

Tableau 3. 4 : Résultats de l'analyse de l'estimation de la régression *Pooled* en utilisant les mesures désagrégées de la PE

	Modèle 1	Modèle 2	Modèle 3	Modèle 4
Variable dépendante	ROA			
Envt_Str	-.083*** (.018)	-.086*** (.018)	-.088*** (.018)	-.061*** (.026)
Envt_Con	-.064*** (.012)	-.061*** (.012)	-.057*** (.012)	-.136*** (.006)
Envt_Str (-1)		.022*** (.008)	.020** (.008)	.018** (.008)
Envt_Con (-1)		-.023*** (.006)	-.019*** (.006)	-.017*** (.006)
Envt_Str (-2)			.011 (.008)	.010 (.008)
Envt_Con (-2)			-.021*** (.006)	-.019*** (.005)
Envt_Str (-3)				.013 (.008)
Envt_Con (-3)				-.015*** (.006)
Beta	-.027*** (.001)	-.027*** (.001)	-.027*** (.001)	-.029*** (.001)
Taille	.020*** (.001)	.020*** (.000)	.020*** (.000)	.021*** (.001)
Netlev	-.049*** (.006)	-.049*** (.006)	-.049*** (.006)	-.049*** (.006)
Invest	-.158*** (.023)	-.159*** (.023)	-.160*** (.023)	-.160*** (.023)
Envt_Str*Taille	.007 (.008)	.007 (.008)	.006 (.008)	.005 (.008)
Envt_Con*Taille	-.005 (.006)	-.005 (.006)	-.005 (.006)	-.004 (.006)
Envt_Str*Invest	.834*** (.223)	.822*** (.223)	.821*** (.223)	.813*** (.224)
Envt_Con*Invest	1.296*** (.215)	1.290*** (.215)	1.281*** (.214)	1.277*** (.214)
Envt_Str*Beta	-.023 (.023)	-.024 (.023)	-.024 (.023)	-.024 (.023)
Envt_Con*Beta	.072*** (.013)	.071*** (.013)	.070*** (.013)	.070*** (.013)
Constante	.029 (.020)	.028 (.020)	.028 (.020)	.030 (.020)
Dummies Industries	Oui	Oui	Oui	Oui
Dummies Années	Oui	Oui	Oui	Oui
Observations	21,172	21,171	21,170	21,169
R-carré	.312	.313	.313	.314

Note :

Le tableau 3.4 résume les résultats de l'estimation des modèles de régression *Pooled times-series cross-section* pour un panel non cylindré de 21172 observations firme année sur la période de 1991-2007. ROA est l'indicateur de PF mesuré par le taux de rendement de l'actif. *Envt_Str* est le score courant des forces de la dimension environnement. *Envt_con* est le score courant des faiblesses de la dimension environnement. *Envt_str* (-1) est le score retardé d'une période des forces de la dimension environnement. *Envt_str* (-2) est le score retardé de deux périodes des forces de la dimension environnement. *Envt_str* (-3) est le score retardé de trois périodes des forces de la dimension environnement. *Envt_con* (-1) est le score retardé d'une période des faiblesses de la dimension environnement. *Envt_con* (-2) est le score retardé de deux périodes des faiblesses de la dimension environnement. *Envt_con* (-3) est le score retardé de trois périodes des faiblesses de la dimension environnement. Les variables de contrôle comprennent : le risque systématique (Beta) mesuré par le bêta du marché en utilisant le MEDAF, la taille (*Lntaille*) mesurée par le logarithme de la valeur boursière des actions, le levier financier (*Netlev*) mesuré par le rapport de la dette à long terme nette sur la valeur boursière des actions et les dépenses en investissement (*Invest*) mesurées par le ratio de la somme des dépenses en R&D, en publicité et en investissement divisée par l'actif total. Les variables interactives sont représentées par les termes croisés : (*Envt_str*Lntaille*; *Envt_con*Lntaille*), (*Envt_str*Beta*; *Envt_con*Beta*) et (*Envt_str*Invest*; *Envt_con*Invest*). Les variables de contrôle pour l'industrie, identifiées selon la classification de Fama et French (1997), ne sont pas reportées.

*** significatif à 1% ($p < 0.01$); ** significatif à 5% ($p < 0.05$); * significatif à 10% ($p < 0.1$).

3.7. Conclusion et discussion

Cette recherche s'inscrit dans le prolongement du débat autour de la relation entre la PE et la PF. Cette thématique, qui a dominé la littérature sur la RSE, s'est focalisée principalement sur la question de la rentabilité découlant du fait d'être responsable. Le bilan de ces études demeure mitigé. Particulièrement, ces travaux omettent le plus souvent de considérer les aspects dynamiques de la relation. Afin d'approfondir la compréhension de la relation, cette recherche tente plutôt de répondre à la question : Existe-t-il une relation entre la PF et la performance environnementale, et ce en tenant compte d'un potentiel effet retardé de l'impact de la PE. Afin d'apporter une réponse à cette interrogation, nous avons adopté une approche temporelle permettant d'apprécier les conséquences de la PE sur la PF sur une période plus longue (i.e. 3 ans). En effet, l'horizon d'investissement constitue une variable qui explique en partie le manque de consensus sur le type de lien qui peut exister entre la PE et la PF. De plus, le fait de restreindre l'analyse sur une courte période d'étude risque de donner une image tronquée de la relation entre la PE et la PF. Finalement, en supposant que

la relation n'est pas forcément uniforme, nous avons identifié, à partir d'une perspective contingente, les conditions qui permettent de favoriser un lien entre ces deux construits.

En s'appuyant sur un échantillon non cylindré de données de *panel* non balancé de 21 172 observations firmes années sur la période de 1991-2007, cet article apporte de nouveaux éléments permettant de mieux aborder le mécanisme d'interaction entre la PE et la PF. Nos résultats suggèrent que la PE mesurée par un score agrégé est payante à long terme. En effet, l'investissement dans les initiatives environnementales implique des coûts qui sont induits à court terme. Les bénéfices associés à cet investissement surviennent, quant à eux, à long terme. Étant donné cette asymétrie dans la distribution des coûts et des revenus, le délai entre la PE et la PF a un effet important sur les résultats de l'analyse. Par conséquent, un point de vue temporel semble nécessaire pour mieux comprendre les conséquences des actions environnementales sur la PF. Même si la réallocation des actifs vers les activités sociales et environnementales a un impact négatif à court terme sur la PF, cet effet négatif va diminuer à travers le temps une fois les coûts de ces activités incorporés dans le budget de l'entreprise (Lopez et *al.* 2007). Ainsi, à long terme, les objectifs économiques et sociaux ne sont pas, selon Porter et Kramer (2002), intrinsèquement conflictuels mais intégralement connectés. Autrement dit, le bénéfice net de la performance sociale et environnementale s'accumule à long terme lorsque les coûts d'un tel investissement sont amortis et que les parties prenantes sont suffisamment conscientes des actions de l'entreprise (Brammer et Willington, 2008).

L'utilisation des mesures désagrégées pour explorer la relation nous a permis de mettre en évidence une asymétrie de l'impact financier des externalités négatives et positives à travers le temps. En fait, les actions environnementales négatives nuisent à la PF, et ce, aussi bien à court terme qu'à long terme. En fait, la persistance constatée de l'impact négatif des actions irresponsables à travers le temps montre qu'il est important pour les entreprises d'éviter ces types d'actions. Les externalités positives qui se traduisent au début par un impact financier négatif génèrent des bénéfices à court terme. Toutefois, cet effet financier positif s'estompe avec le temps. Par ailleurs, même si cet effet n'est pas persistant, les actions positives permettent au moins à l'entreprise d'éviter les pénalités et les coûts d'une non-conformité aux réglementations qui peuvent survenir à long terme. Il semble donc, tel qu'il

est suggéré par Lankoski (2009), qu'il soit plus important pour l'entreprise de réduire ses externalités négatives que de renforcer ses externalités positives. Cela nous permet de nous questionner s'il est moins coûteux pour l'entreprise d'être proactive que de réagir pour faire face à des problèmes sociaux et environnementaux une fois qu'ils sont là (Carroll et Buchholtz, 2009).

Enfin, la perspective contingente nous a permis de mettre l'accent sur d'autres aspects qui conditionnent cette relation. Notamment, la taille, le risque et les dépenses en investissement semblent exercer un effet modérateur sur la relation. Nous concluons que l'impact financier positif de la PE est plus important pour les entreprises de grande taille, ayant un niveau faible de risque et dépensant moins dans l'innovation. Il semblerait donc que les grandes entreprises qui jouissent d'une plus grande visibilité vont profiter davantage de leurs implications environnementales que les petites entreprises. L'impact positif de la PE est également plus marquant pour les entreprises moins risquées. Ces entreprises qui bénéficient de la confiance du marché vont, à travers leurs stratégies environnementales, envoyer le signal positif d'une bonne qualité de gestion aux investisseurs. Pour les entreprises innovantes, il y a une exclusivité mutuelle entre la PE et la PF. En d'autres termes, les gestionnaires doivent dans ce cas faire un choix entre l'investissement dans les stratégies environnementales, considérées comme une forme de différenciation, et l'innovation. L'investissement simultané des ressources dans ces deux activités implique des coûts élevés pouvant nuire financièrement à l'entreprise. Lorsque l'innovation est essentielle pour l'entreprise, l'avantage financier apporté par les initiatives sociales et environnementales est négligeable (Rothenberg et Zyglidopoulos, 2007). Toutefois, les entreprises moins innovantes peuvent, pour se différencier, améliorer leur performance sociale et environnementale. Cette dernière peut ainsi offrir aux entreprises moins innovantes un avantage financier significatif (Mackey et al., 2007).

Étant donné les résultats mitigés sur les impacts des initiatives environnementales sur la rentabilité de l'entreprise - positifs dans certains cas, négatifs ou neutres dans d'autres -, nous croyons que cette disparité peut être mieux appréhendée en nous basant sur une approche dynamique et en adoptant une perspective contingente. Ce choix méthodologique permettra ainsi une certaine convergence dans les conclusions et une amélioration significative dans la

généralisation des résultats. Par ailleurs, l'enseignement que l'on peut tirer de ces résultats obtenus dans le cadre de cette recherche est le suivant : il faut cesser de chercher une réponse standard quant à la relation entre la PE et la PF. Ce lien semble dynamique et contingent à certains facteurs. La nature et l'intensité des impacts financiers de la PE sont différentes selon les caractéristiques de l'entreprise, le type d'actions environnementales et le temps de l'étude. Il convient donc de comprendre la nature de ces impacts dans des conditions particulières.

En ce qui concerne les gestionnaires, il est possible d'investir pour améliorer la PE sans compromettre la croissance économique. Ainsi, l'objectif de minimiser les effets environnementaux négatifs sans pour autant compromettre les bénéfices de l'entreprise est possible. Cet objectif n'est toutefois pas exclusif à une logique de long terme. De plus, l'appréciation de l'impact financier de la PE sur une plus grande période d'observation permettra aux gestionnaires d'évaluer de façon plus claire leurs stratégies environnementales et d'apporter des ajustements si nécessaire. De plus, étant donné le fait que l'impact financier des actions environnementales est contingent à certaines caractéristiques de l'entreprise, le gestionnaire doit établir des stratégies environnementales en lien avec ces facteurs. Enfin, en raison du fait que ces facteurs changent avec le temps, et ce, en fonction de la conjoncture économique, du niveau de la concurrence ou du niveau de développement de l'industrie, ces stratégies doivent être révisées afin d'assurer une convergence entre les objectifs financiers et les objectifs environnementaux.

RÉFÉRENCES

- Ackerman, R.W. (1973), « How Companies Respond to Social Demands». *Harvard Business Review*, 88-98.
- Ackerman, R.W. (1975), « The Social Challenge to Business». Cambridge, Massachusetts and London, England, *Harvard University Press*.
- Al-Tuwaijri, S.A., Christensen, T.E., et Hughes, K. E. (2004), «The Relations among Environmental Disclosure, Environmental Performance, and Economic Performance: A Simultaneous Equations Approach». *Accounting, Organizations and Society*, 29, 447-471.
- Allouche, J., et Laroche, P. (2005), « A Meta-Analytical Investigation of the Relationship between Corporate Social». *Revue de Gestion des Ressources Humaines*, 57.
- Ambec, S. et Lanoie, P. (2009), « Performance Environnementale et Économique de l'Entreprise». Open Access publications from University of Toulouse 1 Capitole <http://neeo.univ-tlse1.fr>, University of Toulouse 1 Capitole.
- Arlow, P., et Gannon, M. J. (1982), « Social Responsiveness, Corporate Structure, and Economic Performance». *Academy of Management Review*, 7, 235- 241.
- Arora, S., et Cason, T.N. (1995), « An Experiment in Voluntary Environmental Regulation: Participation in EPA's 33/50 Program». *Journal of Environmental Economics and Management* 28, 271-286.
- Aupperle, K. E., Carroll, A. B., et Hatfield, J. D. (1985), « An Empirical Examination of the Relationship Between Corporate Social Responsibility and Profitability». *Academy of Management Journal*, 28, 446-463.

- Barney, J.B., et Hansen, M.H. (1994), « Trustworthiness as a Source of Competitive Advantage». *Strategic Management Journal*, 15, 175-190.
- Bhattacharya, C.B., et Sen, S. (2004), « Doing Better at Doing Good: When, Why, and How Consumers Respond to Corporate Social Initiatives». *California Management Review*, 47, 9-24.
- Bird, R., Hall A.D., Momente F., et Reggiane, F. (2007), « What Corporate Social Responsibility Activities are Valued by the Market? ». *Journal of Business Ethics*, 76, 189-206.
- Bouquet, C., et Deutsch, Y. (2008), « The Impact of Corporate Social Performance on a Firm's Multinationality». *Journal of Business Ethics*, 80, 755-769.
- Bouslah, K., Kryzanowski, L. et M'Zali, B. (2012), « The Impact of the Dimensions of Social Performance on Firm Risk». *Midwest Finance Association Annual Meetings Paper*.
- Bowman, E.H., et Haire, M. (1975), « A Strategic Posture toward Corporate Social Responsibility». *California Management Review*, 18, 49-58.
- Bragdon, J. H., et Marlin, J.A.T. (1972), « Is Pollution Profitable? ». *Risk management*, 19, 9-18.
- Brammer, S., et Millington, A. (2008), « Does it Pay to be Different? An Analysis of the Relationship between Corporate Social and Financial Performance». *Strategic Management Journal*, 29, 1325-1343.
- Callan, S.J., et Thomas, J.M. (2009), « Corporate Financial Performance and Corporate Social Performance: An Update and Reinvestigation». *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 16, 61-78.

- Carroll, A. B., et Buchholtz, A.K. (2009), *Business & Society: Ethics and Stakeholder Management*, (7th edition), South-Western Cengage learning: Mason.
- Chatterji, A., Levine, D. I., et Toffel, M. W. (2009), « How Well Do Social Ratings Actually Measure Corporate Social Responsibility? ». *Journal of Economics & Management Strategy*, 18, 125-169.
- Chen, H.K., et Metcalf, R.W. (1980), « The Relationship between Pollution Control Record and Financial Indicators Revisited». *Accounting Review*, 55, 168-177.
- Christmann, P. (2000), « Effects of « Best Practices » of Environmental Management on Cost Advantage: The Role of Complementary Assets». *The Academy of Management Journal*, 43, 663-680.
- Clarkson, P. M., Li, Y., Richardson, G. D., et Vasvari, F. P. (2008), « Revisiting the Relation between Environmental Performance and Environmental Disclosure: An Empirical Analysis». *Accounting, Organizations and Society*, 33, 303-327.
- Cohen, M. A., Fenn, S., et Naimon, J.S. (1995), « Environmental and Financial Performance: Are they Related? ». Investor Responsibility Research Center, *Working Paper*.
- Cordeiro, J.J., et Sarkis, J. (1997), « Environmental Proactivism and Firm Performance: Evidence from Security Analyst Earnings Forecasts». *Business Strategy and the Environment*, 6, 104-114.
- Delmas, M., et Blass, V.D. (2010), « Measuring Corporate Environmental Performance: the Trade-offs of Sustainability Ratings». *Business Strategy and the Environment*, 19, 245-260.

- Dhaliwal, D., Li, O.Z., Tsang, A., et Yang, G.Y. (2011), « Voluntary Nonfinancial Disclosure and the Cost of Equity Capital: The Initiation of Corporate Social Responsibility Reporting». *The Accounting Review*, 86, 59-100.
- Donaldson, T., et Preston, L.E. (1995), « The Stakeholders Theory of Corporation: Concepts, Evidence and Implications». *Academy of Management Review*, 20, 65-91.
- Dowell, G., Hart, S., et Yeung, B. (2000), « Do Corporate Global Environmental Standards Create or Destroy Market Value? ». *Management Science*, 46, 1059-74.
- Elsayed, K., et Paton, D. (2009), « The Impact of Financial Performance on Environmental Policy: Does Firm Lifecycle Matter? ». *Business Strategy and the Environment*, 18, 397-413.
- Epstein, M.J., et Marie-Josée, R. (2007), « The Strategic Management of Information for Boards». Society of Management Accountants of Canada, *Management Accounting Guideline*.
- Esty, D., et Porter, M. (1998), « Industrial Ecology and Competitiveness: Strategic Implications for the Firm». *Journal of Industrial Ecology*, 2, 35-43.
- Fama, E.F., et French, K.R. (1997), « Industry Costs of Equity». *Journal of Financial Economics*, 43, 153-193.
- Freedman, M., et Jaggi, B. (1982), « The SEC's Pollution Disclosure Requirements, are they Meaningful? ». *California Management Review*, 24, 60-67.
- Freedman, M., et Jaggi, B. (1992), « An Investigation of the Long-Run Relationship between Pollution Performance and Economic Performance: The Case of Pulp and Paper Firms». *Critical Perspectives on Accounting*, 3, 315-336.

- Frooman, J. (1997), « Socially Irresponsible and Illegal Behavior and Shareholder Wealth: A Meta-Analysis of Event Studies». *Business and Society*, 36, 221-249.
- García-Castro, R., Canela, M.A., et Ariño, M.A. (2008), « Over the Long Run? Short-Run Impact and Long-Run Consequences of Stakeholder Management». *Business and Society*, 50, 428-456.
- Gilley, M.K., Worrel, D.L., Davidson III, W.N., et El-Jelly, A. (2000), « Corporate Environmental Initiatives and Anticipated Firm Performance: The Differential Effects of Process-Driven versus Product-Driven Greening Initiatives». *Journal of Management*, 26, 1199-1216.
- Godfrey, P. C., Craig, B. M., et Jared, M. H. (2009), « The Relationship between Corporate Social Responsibility and Shareholder Value: An Empirical Test of the Risk Management Hypothesis». *Strategic Management Journal*, 30, 425-445.
- Graves, S., et Waddock, S. (2000), « Beyond Built to Last . . .Stakeholder Relations in 'Built-to-Last' Companies». *Business and Society Review*, 105, 393-418.
- Greening, D.W., et Turban, D.B. (2000), « Corporate Social Performance as a Competitive Advantage in Attracting a Quality Workforce». *Business and Society*, 39, 254-280.
- Guenster, N., Derwall, J., Bauer, R., et Koedijk, K. (2006), « The Economic Value of Corporate Eco-Efficiency». *Working paper*. <http://ssrn.com/abstract=675628>
- Gupta, S., et Goldar, B.N. (2005), « Do Stock Markets Penalize Environment-Unfriendly Behavior? Evidence from India». *Ecological Economics*, 52, 81-95.

- 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, 98-113.
- Hamschmidt, J., et Dyllick, T. (2006), « ISO 14001: Profitable? Yes! But is it Eco-Effective? ». In Schaltegger, S., et Wagner, M. (Eds.), *Managing the Business Case for Sustainability*, Sheffield: Greenleaf Publishing, 554-568.
- Hart, S. L., et Ahuja, G. (1996), « Does It Pay To Be Green? An Empirical Examination of the Relationship between Emission Reduction and Firm Performance». *Business Strategy & the Environment*, 5, 30-37.
- Ioannou, I., et Serafeim, G. (2010), « The Impact of Corporate Social Responsibility on Investment Recommendations». *Best Paper Proceedings of the Academy of Management (2010) – SIM Division*.
- Jones, T.M. (1995), « Instrumental Stakeholder Theory: A Synthesis of Ethics and Economics». *Academy of Management Review*, 20, 404-437.
- Karpoff, J., Lee, D.S., et Ventrzyk, V.P. (1999), «Defense Procurement Fraud, Penalties, and Contractor Influence». *The Journal of Political Economy*, 107, 809-842.
- Karpoff, J., Lott, J., et Rankine, G. (2002), « Environmental Violations, Legal Penalties, and Reputation Costs». Institute (AEI) and Thunderbird, American Graduate School of International Management.
- King, A., et Lenox, M. (2001), « Does it Really Pay to be Green? An Empirical Study of Firm Environmental and Financial Performance». *The Journal of Industrial Ecology*, 5, 1, 105-116.
- King, A., et Lenox, M. (2002), « Exploring the Locus of Profitable Pollution Reduction». *Management Science*, 48 (2), 289-299.

- Klassen, R., et McLaughlin, C. (1996), « The Impact of Environmental Management on Firm Performance». *Management Science*, 42, 1199-1215.
- Konar, S., et Cohen, M A. (2001), « Does the Market Value Environmental Performance? ». *Review of Economics and Statistics*, 83, 281-309.
- Lankoski, L. (2000), « Determinants of Environmental Profit: An Analysis of Firm-Level Environmental Performance and Economic Performance». *Doctoral dissertations*, Helsinki University of Technology.
- Lankoski, L. (2006), « Environmental and Economic Performance». The Basic Links. In Schaltegger, S. and Wagner, M., editors, *Managing the Business Case For Sustainability*. Greener Publishing Ltd.
- Lankoski, L. (2008), « Corporate Responsibility Activities and Economic Performance: a Theory of Why and How They Are Connected». *Business Strategy and the Environment*, 17, 536-547.
- Lankoski, L. (2009), « Differential Economic Impacts of Corporate Responsibility Issues». *Business & Society*, 48, 206-224.
- Lanoie, P., Patry, M., et Lajeunesse, R. (2008), « Environmental Regulation and Productivity: New findings on the Porter Hypothesis». *Journal of Productivity Analysis*, 30, 121-128.
- Laplante, B., et Lanoie, P. (1994), « The Market Response to Environmental Regulation in Canada : a Theoretical and Empirical Analysis». *Southern Economic Journal*, 657-673.
- Lee, D., et Faff, R. (2009), « Corporate Sustainability Performance and Idiosyncratic Risk: A Global Perspective». *The Financial Review*, 44, 213-237.

- Lopez, M.Z., Garcia, A., et Rodriguez, L. (2007), « Sustainable Development and Corporate Performance: A Study Based on the Dow Jones Sustainability Index». *Journal of Business Ethics*, 75, 285-300.
- Mackey, A., Mackey, T.B., et Barney, J. B. (2007), « Corporate Social Responsibility and Firm Performance: Investor Preferences and Corporate Strategies». *The Academy of Management Review*, 32, 817-835.
- Maon, F., Lindgreen, A., et Swaen, V. (2009), « Designing and Implementing Corporate Social Responsibility: An Integrative Framework Grounded in Theory and Practice». *Journal of Business Ethics*, 87, 71-89.
- Mattingly, J., et Berman, S. (2006), « Measurement of Corporate Social Action: Discovering Taxonomy in the Kinder Lydenburg Domini Ratings Data». *Business & Society*, 45, 20-46.
- McGuire, J., Dow, S., et Argheyd, K. (2003), « CEO Incentives and Corporate Social Performance». *Journal of Business Ethics*, 45, 341-359.
- McGuire, J.B., Sundgren, A., et Schneeweis, T. (1988), « Corporate Social Responsibility and Firm Financial Performance». *Academy of Management Journal*, 31, 854-872.
- McWilliams, A., et Siegel, D. (1997), « Event Studies in Management Research: Theoretical and Empirical Issues». *Academy of Management Journal*, 40, 626-657.
- McWilliams, A., et Siegel, D. (2000), « Corporate Social Responsibility and Financial Performance: Correlation or Misspecification». *Strategic Management Journal*, 21, 603-60.
- Meijer, M.M., et Schuyt, T. (2005), « Corporate Social Performance as a Bottom Line for Consumers». *Business and Society*, 44, 442-461.

- Mishina, Y., Dykes, B.J., Block, E.S., et Pollock, T.G. (2010), « Why “Good” Firms do Bad Things: The Effects of High Aspirations, High Expectations, and Prominence on the Incidence of Corporate Illegality». *Academy of Management Journal*, 53, 701–722.
- Moon, J.J. (2007), « In Good Companies? A Critical Evaluation of the Corporate Social Performance – Corporate Financial Performance link». *Working Paper*, The Wharton School, University of Pennsylvania.
- Murray, A., Sinclair, D., Power, D., et Gray, R. (2006), « Do Financial Markets Care about Social and Environmental Disclosure? Further Evidence and Exploration from UK». *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 19, 228-256.
- Murray, J., et Edwin, A. (1976), « The Social Response Process in Commercial Banks: An Empirical Investigation». *Academy of Management Review*, 1, 5-26.
- Nakao, Y., Amano, A., Matsumura, K., Genba, K., et Nakano, M. (2007), «Relationship between Environmental Performance and Financial Performance: an Empirical Analysis of Japanese Corporations». *Business Strategy and the Environment*, 16, 106-118.
- Oikonomou, I., Brooks, C., et Pavelin, S. (2012), « The Impact of Corporate Social Performance on Financial Risk and Utility: A Longitudinal Analysis». *Financial Management*, 41, 483-515.
- Orlitzky, M., et Benjamin, J.D. (2001), « Corporate Social Performance and Firm Risk: A Meta-Analytic Review». *Business & Society*, 40, 369-396.
- Palmer, K., Oates, W., et Portney, P. (1995), « Tightening Environmental Standards: The Benefit-Cost or the No-Cost Paradigm? ». *Journal of Economic Perspectives*, 9, 119-132.

- Paton, D., et Elsayed, K. (2005), « The Impact of Environmental Performance on Firm Performance: Static and Dynamic Panel Data Evidence». *Structural Change and Economic Dynamics*, 16, 395-412.
- Pava, M., et Krausz, J. (1996), « The Association between Corporate Social-Responsibility and Financial Performance: The Paradox of Social Cost». *Journal of Business Ethics*, 15.
- Porter, M. (1991), « American's Green Strategy». *Scientific American*, 264, 168.
- Porter, M. E., et Van der Linde, C. (1995), « Towards a New Conception of the Environmental- Competitiveness Relationship». *Journal of Economic Perspectives*, 9, 97-118.
- Porter, M.E., et Kramer, M.R. (2002), « The Competitive Advantage of Corporate Philanthropy?». *Harvard Business Review*, 80.
- Preston, L.E., et O'Bannon, D.P. (1997), « The Corporate Social-Financial Performance Relationship – A Typology and Analysis». *Business & Society*, 36, 419-429.
- Roberts, R.W. (1992), « Determinants of Corporate Social Responsibility Disclosure: an Application of Stakeholder Theory». *Accounting, Organizations and Society*, 17, 595-612.
- Rothenberg, S., et Zyglidopoulos, C. S. (2007), « Determinants of Environmental Innovation Adoption in the Printing Industry: The Importance of Task Environment». *Business, Strategy and the Environment*, 16, 39-49.
- Ruf, B., Muralidhar, K., Brown, R., Janney, J., et Paul, K. (2001), « An Empirical Investigation of the Relationship between Change in Corporate Social Performance and Financial Performance: A Stakeholder Theory Perspective». *Journal of Business Ethics*, 32, 143-156.

- Russo, M.V., et Fouts, P.A. (1997), « A Resource based Perspective on Corporate Environmental Performance and Profitability». *Academy of Management Journal*, 40, 534-559.
- Salama, A. (2005), « A Note on the Impact of Environmental Performance on Financial Performance». *Structural Change and Economic Dynamics*. 16, 413-421.
- Schaltegger, S., et Synnestvedt, T. (2001), « The Forgotten Link between "Green" and Economic Success». *Lüneburg: Center for Sustainability Management (CSM)*.
- Shane, P. B., et Spicer, B. H. (1983), «Market Response to Environmental Information Produced Outside the Firm». *The Accounting Review*. 3, 521-538.
- Sharfman, M., et Hart, T. (2008), « Revisiting the Validity of the Kinder Lydenberg and Domini Corporate Social Performance Indicators». *Working Paper*.
- Simpson, D., et Bradford, R.L. (1996), « Taxing Variable Cost: Environmental Regulation as Industrial Policy». *Journal of Environmental Economics and Management*, 30, 282-300.
- Spicer, B.H. (1978), « Investors, Corporate Social Performance and Information Disclosure: An Empirical Study». *Accounting Review*, 53, 94-110.
- Stanwick, S., et Stanwick, P. (2000), « The Relationship between Environmental Disclosures and Financial Performance: an Empirical Study of US Firms». *Eco-Management and Auditing*, 7, 155-164.
- Strike, V. M., Gao, J., et Bansal, P. (2006), « Being Good while Being Bad: Social Responsibility and the International Diversification of US firms». *Journal of International Business Studies*, 37, 850-862.

- Sturdivant, F.D., et Ginter, J.L. (1977), « Corporate Social Responsiveness : Management Attitudes and Economic Performance». *California Management Review*, 19, 30-39.
- Sun-Young, P., et Lee, S. (2009), « Do Socially Responsible Activities Help Hotels and Casinos Achieve their Financial Goals? ». *International Journal of Hospitality Management*, 28, 105-112.
- Telle, K. (2006), « 'It Pays to be Green' - a Premature Conclusion? ». *Environmental and Resource Economics*, 35, 195-220.
- Toms J.S., (2002), « Firm Resources, Quality Signals and the Determinants of Corporate Environmental Reputation: some UK Evidence». *British Accounting Review*, 34, 257- 282.
- Tsoutsoura, M. (2004), « Corporate Social Responsibility and Financial Performance». *Haas School of Business*, [Online], [Retrieved March 2009] www.haas.berkeley.edu/responsiblebusiness/documents/FinalPaperonCSR_PDFII.pdf
- Van der Laan, G., Van Ees, H., et Van Witteloostuijn, A. (2008), « Corporate Social and Financial Performance: An Extended Stakeholder Theory, and Empirical Test with Accounting Measures». *Journal of Business Ethics*, 79, 299–310.
- Vogel, D. J. (2005), « Is there a Market for Virtue? The Business Case for Corporate Social Responsibility». *California Management Review*, 47, 19–45.
- Waddock S.A., et Graves, S.B. (1997), « The Corporate Social Performance – Financial Performance Link». *Strategic Management Journal*, 18, 303-319.
- Wagner, M. (2005), « How to Reconcile Environmental and Economic Performance to Improve Sustainability: Corporate Environmental Strategies in the European Paper Industry». *Journal of Environmental Management*, 76, 105-118.

- Wagner, M. (2010), « The Role of Corporate Sustainability Performance for Economic Performance: A Firm-Level Analysis of Moderation Effects». *Ecological Economics*, 69, 1553-1560.
- Wagner, M., et Wehrmeyer, W. (2002), « The Relationship of Environmental and Economic Performance at the Firm level: A Review of Empirical Studies in Europe and Methodological Comments». *European Environment*, 12, 149–159.
- Wagner, M., Van Phu, N. Azomahou, T., et Wehrmeyer, W. (2002), « The Relationship between the Environmental and Economic Performance of firms: An Empirical Analysis of the European Paper Industry». *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 9, 133–146.
- Wahba, H. (2008), « Does the Market Value Corporate Environmental Responsibility? An Empirical Examination». *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 15, 89–99.
- Walley, N., et Whitehead, B. (1994), « It's not Easy Being Green». *Harvard Business Review*, 72, 2-7.
- White, M. A. (1996), « Investor Response to the Exxon Valdez Oil Spill». University of Virginia Online Scholarship Initiative, Alderman Library, University of Virginia Charlottesville, VA. <http://etext.lib.virginia.edu/osi>.
- Wood, D.J., et Jones, R.E. (1995), « Stakeholder Mismatching: A Theoretical Problem in Empirical Research in Corporate Social Performance». *International Journal of Organizational Analysis*, 3, 229-267.
- Wu, M. L. (2006), « Corporate Social Performance, Corporate Financial Performance, and Firm Size: A Meta Analysis». *Journal of American Academy of Business, Cambridge*, 8, 163-172.

- Yu, F. (2012), « Participation of Firms in Voluntary Environmental Protection Programs: An Analysis of Corporate Social Responsibility and Capital Market Performance». *Western Economic Association International*, 30, 13-28.
- Zyglidopoulos, S. (1999), « Initial Environmental Conditions and Technological Change». *Journal of Management Studies*, 36, 241-262.

ANNEXE A

DESCRIPTIONS DES INDICATEURS DE LA DIMENSION ENVIRONNEMENT DE
KLD

Descriptions des indicateurs de la dimension environnement de KLD

Attributs	Forces (<i>Strengths</i>)	Faiblesses (<i>Concerns</i>)
A	Beneficial Products and Services	Hazardous Waste
B	Pollution Prevention	Regulatory Problems
C	Recycling	Ozone Depleting Chemicals
D	Clean Energy	Substantial Emissions
E	Communications	Agricultural Chemicals
F	Property, Plant, and Equipment	Climate Change
G	Management Systems	Other Concern
H	Other Strength	

CONCLUSION

La relation entre la PS et la PF est l'une des thématiques les plus étudiées dans la littérature en RSE. Malgré les multitudes d'écrits sur la question, plusieurs interrogations persistent. La présente thèse s'inscrit dans ce débat; et vise à apporter certains éléments de réponse à la disparité des conclusions qui caractérisent ce champ d'étude. Elle vise également à éclairer divers aspects relatifs à cette relation. Plus précisément, notre but était d'analyser l'impact de certains aspects d'ordre méthodologique, d'autres qui sont reliés aux caractéristiques de l'entreprise et d'autres encore qui sont relatifs à la dynamique de ce lien.

Le premier essai a pour objectif de vérifier si la nature de la relation entre la PS et la PF est contingente aux facteurs méthodologiques adoptés. Pour ce faire, une analyse expérimentale conçue de façon à répliquer l'étude de Waddock et Graves (1997) était nécessaire. En fait, à partir de cette mise en situation contrôlée, nous avons pu, par des expériences répétées, tester chacune de nos hypothèses en relâchant tour à tour certaines contraintes sur les facteurs méthodologiques. Les conclusions obtenues à partir des mêmes facteurs méthodologiques et pour la même année sont similaires à celles de Waddock et Graves (1997) quant au signe et la significativité du lien. Ensuite, ces conclusions ont été soumises aux causes habituelles avancées pour expliquer la divergence des résultats.

Ainsi, en examinant la relation à travers le temps (i.e. de 1991 à 2007), nos résultats montrent que l'impact financier de la PS dépend de la période d'étude. En fait, nous constatons que la relation est particulièrement plus stable durant la période 2001-2007 que durant la période 1991-2000. Ce résultat confirme que le facteur temps peut expliquer en partie la divergence des conclusions antérieures. Il sera donc important de tenir compte de l'aspect temporel de la relation lors de la lecture des recherches autour de la thématique.

En ce qui concerne la mesure de la PS, nos résultats permettent de conclure que le lien entre la PS et la PF dépend significativement du choix de cette mesure. En effet, la nature de l'impact financier de la PS varie significativement lorsqu'on utilise une mesure équilibrée

de la PS de KLD, comparativement à une mesure pondérée. Nos résultats suggèrent également que la relation est mieux capturée lorsqu'on utilise une mesure pondérée des dimensions de la PS. Ce résultat montre d'une part que la relation est sensible au choix des mesures de la PS même si ces dernières proviennent de la même base de données et mesurent les mêmes enjeux et concepts. D'autre part, il illustre l'impact de l'importance relative des enjeux, donc de leur évolution à travers le temps et l'espace. Cela confirme ainsi que la mesure de la PS explique en partie la disparité des conclusions.

Les résultats obtenus à partir des mesures comptables et des mesures de marché permettent de conclure que l'impact de la PS sur la PF dépend du choix de la mesure de la PF. En effet, la nature de la relation varie en fonction du type de la mesure de la PF. Les résultats obtenus à partir des mesures comptables (i.e. ROA et ROE) diffèrent significativement de ceux qui sont générés à partir d'une mesure de marché (i.e. rendement annuel). Non seulement les résultats pour la PF mesurée par des données comptables divergent de ceux qui sont basés sur des données de marché, mais ils diffèrent également des résultats basés sur deux mesures comptables. Par ailleurs, nos résultats suggèrent que la relation est davantage significative lorsque la PF est mesurée par le ROA et qu'elle est demeurée plus stable durant les années récentes.

Les résultats relatifs à l'impact du choix ou de la composition de l'échantillon retenu sur la relation permettent de valider l'effet contingent de ce facteur. En effet, l'impact de la PS sur la PF varie selon le type d'échantillon et sa composition. Par exemple, les conclusions de l'échantillon balancé diffèrent significativement de celles obtenues avec des données non balancées. Les résultats obtenus à partir d'un échantillon plus homogène, composé d'entreprises de la même industrie, diffèrent également des deux autres types d'échantillons. Ainsi, nous avons pu conclure que les caractéristiques de l'échantillon retenu peuvent affecter l'impact de la PS sur la PF et donc, qu'elles peuvent être évoquées comme une autre explication de la divergence des résultats.

Finalement, les résultats montrent que l'impact financier de la PS dépend de la formulation retenue pour ce lien. À partir d'une modélisation linéaire qui permet de mettre en évidence le comportement de la relation sur le plan des valeurs extrêmes de PS, nous avons

pu montrer que la relation n'est pas monotone croissante comme l'ont supposée Waddock et Graves (1997). Nos résultats démontrent que la relation varie en fonction du niveau de la PS, reflétant un impact non linéaire de la PS sur la PF. De plus, l'examen de la relation sur toute la période d'étude (i.e. 1991-2007) montre que le comportement de la relation change à travers le temps. Néanmoins, l'impact de la PS sur la PF demeure plus stable à partir de l'année 2001, supportant une relation positive pour les entreprises ayant des niveaux élevés de PS.

De manière générale, cette recherche permet de conclure que non seulement l'impact de la PS sur la PF est significativement influencé par chacun des facteurs identifiés dans la littérature, à savoir la période d'étude, le choix des mesures de la PS et la de PF, l'échantillon retenu et la méthodologie utilisée, mais qu'il est également influencé par leurs effets joints. En synthétisant l'ensemble des explications potentielles de la divergence des résultats, cette étude met en évidence la difficulté de comparer les conclusions des diverses études empiriques dès qu'un facteur méthodologique est modifié. Elle remet également en question la validité des méta-analyses.

Le deuxième essai aborde les facteurs sous-jacents à l'impact financier de la PS. Ces facteurs, qui permettent de tenir compte de la complexité de la relation, ont trait au niveau de PS, aux caractéristiques spécifiques à l'entreprise et au temps.

Premièrement, en relâchant l'hypothèse de linéarité ainsi que la contrainte d'une fonction convexe ou concave, nous avons examiné la relation dans un cadre plus général, ce qui nous a permis d'analyser ce lien pour différents niveaux de PS. En distinguant les entreprises qui ont une PS positive de celles qui ont une PS négative, nos résultats montrent une asymétrie de l'impact financier de la PS entre ces deux catégories. Cette asymétrie implique que les entreprises jouissant d'une PS positive auront un impact financier positif. À l'inverse, l'effet de la PS est négatif pour les entreprises ayant une PS négative. Pour tenir compte d'un éventuel effet de la relation en paliers, trois niveaux de PS sont considérés en fonction des quartiles 25 % et 75 %. L'estimation de cette spécification révèle un effet de la PS négatif pour les entreprises ayant un faible score social. Cet impact est neutre pour les entreprises dont la PS est moyenne alors qu'il est positif pour les entreprises ayant une bonne PS. Pour

nous permettre de distinguer quatre niveaux de PS, comme l'a suggéré Johnson (2003), nous avons considéré les quartiles 25 %, 50 % et 75 %. Nos résultats montrent que les entreprises dont la PS se situe dans le 1^{er} quartile se distinguent significativement de celles du 4^{ème} quartile. En effet, pour les entreprises ayant un score élevé de PS (i.e. 1^{er} quartile), la relation entre la PS et la PF est positive. Cette relation devient négative lorsqu'on considère les entreprises dont le score social est faible (i.e. 4^{ème} quartile). Quant aux entreprises dont le score social est moyen (i.e. 2^{ème} et 3^{ème} quartiles), l'impact financier de la PS est neutre.

Deuxièmement, en adoptant une approche contingente, nous avons apprécié l'impact de certains facteurs spécifiques à l'entreprise sur la relation. Particulièrement, nous avons testé l'effet modérateur de la taille, le niveau de risque et les dépenses en investissement. Pour tenir compte de ces facteurs, nous avons introduit dans la modélisation de la relation les variables interactives de la PS avec la taille, le niveau de risque et les dépenses en investissement (i.e. PS*taille, PS*beta et PS*invest). Nos résultats permettent de conclure que ces facteurs exercent un effet modérateur sur la relation. L'analyse de la relation pour différents niveaux de PS montre que l'impact de la PS sur la PF est tempéré par le facteur taille. En effet, pour des niveaux négatif, faible et moyen (positif, élevé) de PS, la taille réduit l'effet négatif (positif) de la PS sur la PF. Cela suggère que les plus grandes entreprises ayant une faible ou une moyenne PS seront moins pénalisées financièrement que les entreprises moins grandes. Également, les grandes entreprises jouissant d'une bonne PS profiteront moins financièrement de leurs implications sociales. En ce qui a trait au risque, nos résultats soutiennent un effet modérateur négatif, ce qui implique que les entreprises ayant un niveau de risque élevé tireront moins d'avantages financiers de leurs implications sociales que celles qui sont moins risquées. En considérant les différents niveaux de PS, nos résultats montrent que le niveau du risque amplifie l'impact financier négatif des actions sociales des entreprises ayant une PS négative, faible et moyenne. Cependant, pour les entreprises dont la PS est positive ou élevée, le niveau de risque n'exerce aucun effet modérateur sur la relation. Quant aux dépenses en investissement, les résultats montrent un effet modérateur positif de ce facteur pour certains niveaux de la PS. En effet, nos résultats indiquent que l'impact financier négatif (positif) de la PS pour les entreprises ayant un score négatif ou faible (positif ou

élevé) est d'autant plus important pour les entreprises innovantes. Pour les niveaux de PS moyenne, les dépenses en investissement ne jouent pas de rôle modérateur sur la relation.

Enfin, le dernier volet de ce deuxième article concerne la dimension temporelle comme autre facteur qui conditionne la relation entre la PS et la PF. Afin de tester la stabilité de la relation à travers le temps, nous avons subdivisé notre période d'étude en deux sous-périodes, soit 1991-2000 et 2001-2007, puis en quatre sous-périodes, soit 1991-1994, 1995-1999, 2000-2002 et 2003-2007. L'examen de la relation pour ces différentes sous-périodes montre que les conclusions changent, reflétant ainsi une variation de l'importance des enjeux à travers le temps. Par ailleurs, les résultats sont plus significatifs et stables pour les périodes récentes (i.e. 2001-2007). Pour la période 1991-1999, correspondant à une phase de croissance économique, l'impact financier de la PS n'est pas significatif, ce qui implique que durant cette période, le marché ne semble pas intégrer l'information concernant la PS. Pour la période 2003-2007, qui correspond à une phase de ralentissement économique, le marché semble plus réceptif aux activités en RSE en pénalisant les entreprises dont la PS est faible et en récompensant celles qui ont une bonne PS. En 2000-2002, avec l'éclatement de la bulle spéculative, le marché semble plus sensible aux actions positives en RSE en période de crise, récompensant ainsi les entreprises ayant seulement une PS positive.

En somme, les résultats du deuxième article suggèrent que la relation entre la PS et la PF n'est pas identique pour les différents niveaux de la PS. Ce résultat valide ainsi l'argument de Johnson (2003) d'une relation en paliers. Cet effet non monotone de la PS remet en question non seulement la littérature linéaire sur la question, mais également les formulations contraintes concave ou convexe avancées dans les travaux récents. Nos résultats soutiennent également que la relation est non uniforme, d'où la pertinence d'introduire les facteurs modérateurs pour mieux comprendre la nature complexe de la relation. L'introduction de ces facteurs permet également de mieux saisir les conditions à travers lesquelles la PS peut affecter la PF. Enfin, la dimension temporelle qui paraît déterminante dans la compréhension de cette relation doit être prise en compte. Cette dimension va contribuer à mieux expliquer certaines controverses existant dans la littérature et aussi à apporter une nouvelle classification des méta-analyses.

Le dernier essai est centré sur la dimension environnementale de la PS et vise à examiner la relation entre la PE et la PF. Cette étude a été menée dans une perspective dynamique afin d'apprécier les effets à court et long termes de la PE sur la PF. D'abord et à l'instar de la quasi-totalité des études empiriques, nous avons considéré aussi bien l'effet courant de la PE que son effet retardé d'une année sur la PF. Puis, sur la base des conclusions de Hamschmidt et Dyllick (2006), qui soutiennent l'existence d'un délai moyen de 2,2 ans avant de voir les impacts de l'investissement environnemental, nous avons étendu cette analyse en considérant des retards de 2 et 3 ans de la mesure de la PE. Nous avons également opté pour deux mesures de PE, soit un score global supposant que les actions environnementales positives (i.e. forces) contrebalancent les actions environnementales négatives (i.e. faiblesses) et des scores individuels qui mesurent séparément les forces et les faiblesses.

Les résultats montrent que l'impact de la PE contemporaine sur la PF est neutre lorsqu'il est mesuré par un score global. Cet impact devient négatif dans les deux cas où l'on considère séparément le score des externalités négatives et celui des externalités positives. L'estimation de l'effet retardé de la PE sur la PF montre que la relation est positive et persistante sur trois ans. Par ailleurs, cet effet semble être plus marqué pour les entreprises de grande taille ainsi que pour les entreprises de faibles niveaux de risque et de dépenses en investissement. Dépendamment du type d'actions, les résultats montrent un effet négatif persistant des externalités environnementales négatives sur la PF, alors que l'impact positif des externalités positives se limite à une année. Pour les externalités négatives, cet effet est plus marqué pour les entreprises les moins innovantes et les moins risquées. Quant aux externalités positives, l'impact positif est plus important pour les entreprises innovantes.

En somme, les résultats de ce papier mettent en évidence l'importance de l'aspect dynamique dans l'analyse de la relation. Les conclusions obtenues suggèrent que la transformation des actions environnementales en avantages financiers prend du temps pour se concrétiser et qu'elle dépend des caractéristiques de l'entreprise et du type d'action. Afin de tirer bénéfice de ses actions environnementales, l'entreprise doit être constamment responsable et doit surtout, en premier lieu, réduire ses externalités négatives.

Contributions à la recherche

La présente thèse contribue au débat autour de la relation entre la PS et la PF à plusieurs niveaux. Nous allons présenter les contributions académiques et managériales successivement.

Sur le plan méthodologique, la recherche expérimentale dans laquelle s'inscrit le premier article permet de saisir l'impact réel des critères méthodologiques adoptés sur les conclusions obtenues. L'originalité de notre approche apporte une contribution importante à la littérature existante, particulièrement au débat autour des facteurs expliquant la divergence des résultats. Cette recherche est la seule, à notre connaissance, à avoir retracé ces différents facteurs et analysé l'effet de chacun d'eux ainsi que leurs effets joints.

La contribution de cette recherche est significative dans le sens où l'analyse de sensibilité des résultats aux choix méthodologiques a permis de montrer clairement qu'étant dans la diversité des approches méthodologiques, la disparité qui caractérise les résultats est inéluctable. Dans ce contexte, il devient difficile de comparer les études, de mettre leurs conclusions en perspective et d'en bâtir une méta-analyse. Les préoccupations sont imposantes et importantes. En effet, les études qui agrègent les travaux sur la thématique pour en tirer une conclusion générale doivent être interprétées avec prudence étant donné cette diversité dans les mesures, les données et les méthodes. En effet, cette étude appelle à l'urgence d'une standardisation des mesures de la PS, reposant sur une définition consensuelle. Dans ce sens, il faut souligner l'arrivée récente (i.e. novembre 2010) de la nouvelle norme ISO26000 comme fruit d'une collaboration internationale unique entre différents acteurs. Cette norme apporte une définition unifiée de la RSE autour de sept questions centrales. Dans ce contexte, nous nous demandons à quel point les chercheurs vont traduire cette norme dans un choix standardisé de mesures.

Comme autre contribution académique, nous avons montré que cette relation est complexe et contingente à plusieurs facteurs spécifiques à l'entreprise. Après cette profusion d'articles autour de cette thématique, la recherche gagnerait en mettant le focus sur les facteurs de contingence organisationnels et environnementaux conditionnant la relation plutôt qu'en se limitant à la recherche d'une forme universelle. De plus, la complexité de ce lien est

également tributaire du facteur temps traduisant le caractère évolutif de la RSE tant sur le plan des perceptions des parties prenantes que des réglementations, des enjeux sociaux et des réponses stratégiques de la part des entreprises.

Enfin, il est important de considérer l'effet retardé lors de l'analyse de la relation entre la PE et la PF. En effet, la nature et l'intensité des impacts financiers de la PE diffèrent selon l'horizon de temps considéré dans l'étude et le type d'actions environnementales entreprises par la firme. Il convient donc de comprendre la nature de ces impacts dans des conditions particulières. Nous avons démontré la pertinence d'examiner les impacts financiers des actions environnementales sur une longue période. Cette vision plus globale permet de ne pas limiter la portée de l'investissement environnemental à court terme, mais plutôt d'évaluer ses conséquences à long terme comme pour tout autre type d'investissement. Cet aspect dynamique semble d'autant plus important que l'on fait la distinction entre différents types d'actions environnementales, à savoir les externalités positives et les externalités négatives. Ces actions, qui sont conceptuellement différentes, ont des dynamiques différentes. Ainsi, l'utilisation d'une mesure désagrégée de la PE permettrait de mettre en évidence la particularité de chacune de ces actions.

Cette thèse permet également d'apporter une contribution importante sur le plan managérial. Les développements récents de la RSE incitent les gestionnaires à agir de façon proactive pour améliorer leur PS, renforcer leurs relations avec les parties prenantes et ainsi se bâtir une bonne réputation. Les entreprises ne peuvent plus se permettre de se limiter à un niveau faible ou moyen de PS au risque d'être pénalisées. Pour ce faire, le gestionnaire ne doit pas se limiter à cibler un niveau élevé de PS, mais doit tenir compte de certains facteurs de contingence. La connaissance des facteurs de contingence qui affectent la relation peut servir de base aux gestionnaires pour optimiser et adapter leurs stratégies d'implantation de la RSE. Elle permet également de montrer que le lien entre la PS et la PF existe sous certaines conditions, à savoir la taille, le niveau de risque et le niveau des dépenses en investissement. Cela peut inciter les gestionnaires à orienter leur choix vers les actions sociales, et les entreprises à se lancer dans des démarches responsables. De plus, étant donné que ces facteurs changent à travers le temps, le gestionnaire doit établir des stratégies en RSE ayant

des capacités dynamiques, permettant ainsi un ajustement aux facteurs spécifiques à l'entreprise et à ses environnements interne et externe.

Enfin, la connaissance, par le gestionnaire, de la période à partir de laquelle la relation entre la PE et la PF se concrétise est nécessaire. Les bénéfices nets de la PE/PS se réalisent à long terme lorsque les coûts de ces initiatives sont amortis et que les parties prenantes sont suffisamment conscientes de la PE de l'entreprise pour façonner leur décision, de manière à procurer des avantages à l'entreprise. Cette situation implique qu'il est possible d'investir pour améliorer la PE tout en continuant de poursuivre une croissance économique. L'évaluation de l'impact financier de la PE sur une plus longue période d'observation permettra aux gestionnaires d'évaluer de façon plus claire leurs stratégies environnementales et d'apporter des ajustements si nécessaire. De plus, étant donné que l'impact financier des actions environnementales est contingent à certaines caractéristiques de l'entreprise, le gestionnaire doit établir ses stratégies environnementales en fonction de ces facteurs. De surcroît, les changements de ces facteurs à travers le temps, en fonction de la conjoncture économique, du niveau de la concurrence ou du niveau de développement de l'industrie, doivent amener les gestionnaires à réviser leurs stratégies afin d'assurer une convergence entre les objectifs financiers et environnementaux.

Limites et voies futures de recherche

Comme toute recherche, la présente thèse comporte certaines limites qu'il convient de souligner. En effet, notre recherche dépend largement de divers choix méthodologiques dont l'influence sur les résultats nous invite à cerner les limites. Ces limites sont autant de voies futures de recherche.

Les premières limites de cette recherche sont liées à la mesure de la PS. Malgré le consensus de la communauté scientifique autour de l'indice KLD comme mesure multidimensionnelle de la PS, plusieurs critiques ont été adressées à l'égard de l'agrégation de ces différentes dimensions. Plusieurs travaux empiriques suggèrent que la combinaison de toutes les dimensions individuelles en un seul construit est inappropriée (Johnson et Greening, 1999) et qu'elle peut masquer les particularités et la pertinence de certaines dimensions par rapport à d'autres (Griffin et Mahon, 1997; Berman et *al.*, 1999; Hillman et

Keim, 2001; Bird *et al.*, 2007). Certains auteurs affirment que la relation entre la PS et la PF semble varier selon les divers enjeux et catégories de parties prenantes (Pava et Krausz, 1996; Husted, 2000; Mattingly et Berman, 2006; Lankoski, 2008). Étant donné que l'impact financier varie en fonction du type d'enjeu, Mattingly et Berman (2006) avancent que les recherches qui agrègent la mesure de PS ne seront pas capables de capturer le lien entre PS et PF si la différence entre les divers enjeux est importante. Dans le cas contraire, ils vont obtenir une relation moyenne si cette différence est moins importante. Par conséquent, il serait non seulement pertinent d'examiner la PS de façon agrégée mais aussi d'explorer et de faire la distinction du contenu de ce qui est mesuré. Les recherches futures peuvent, dans ce sens, explorer la nature de l'impact de chacune des dimensions de KLD sur la PF et identifier les facteurs de contingence affectant ce lien.

Également, l'agrégation équipondérée de l'ensemble des dimensions de KLD peut masquer l'effet de chaque dimension. La construction d'un score global à partir d'un système de pondération qui permet de considérer l'importance et la pertinence de chaque dimension semble nécessaire. Le recours aux mesures pondérées a été adopté dans certains travaux empiriques afin de permettre une utilisation pertinente des différentes dimensions de la RSE (Waddock et Graves, 1997; Ruf *et al.*, 1998). Toutefois, les systèmes de pondération adoptés ne correspondent plus à l'importance actuelle des enjeux. Il serait intéressant d'établir, dans les recherches futures, un score de PS qui permette d'accorder un système de pondération selon la pertinence des enjeux dans le secteur d'activité de l'entreprise et de le valider régulièrement au moins annuellement ou suite à un événement majeur (i.e catastrophe environnementale) qui pourrait modifier la perception des investisseurs. En effet, les enjeux qui préoccupent les entreprises oeuvrant dans les industries polluantes ne sont pas les mêmes que ceux des secteurs financier ou alimentaire.

La deuxième limite se rapporte à l'omission de certains facteurs qui peuvent affecter la relation entre la PS et la PF. Les résultats de cette thèse ont démontré l'importance de certains caractères spécifiques à l'entreprise comme facteurs modérateurs de la relation. Cette perspective contingente dans l'examen de la relation semble intéressante dans la mesure où elle permet d'expliquer la nature de l'impact financier de la PS dans des conditions particulières. Dans le cadre de notre recherche, seuls les facteurs taille, risque et dépenses en

investissement ont été examinés. Il sera intéressant d'investiguer d'autres facteurs de contingence liés à l'entreprise, facteurs tels que la visibilité, la PF passée, le niveau de liquidité et la réputation, et d'autres facteurs liés à son environnement tels que le niveau de concurrence, le degré de croissance de l'industrie, etc.

Finalement, les différents résultats obtenus dans le cadre de cette thèse sont dérivés d'échantillons composés de firmes appartenant à différentes industries. Ces analyses fondées sur des données intersectorielles permettent de renforcer la validité externe des résultats et de les généraliser. Toutefois, en raison du caractère contingent de la RSE, il serait pertinent de vérifier la robustesse de nos conclusions dans des industries en particulier, ce que préconisent certains écrits (Hart, 1995; Barnett, 2007; Godfrey et Hatch, 2007).

Malgré ces limites, cette thèse apporte un nouvel éclairage sur plusieurs aspects de la relation entre la PS (PE) et la PF et contribue à la compréhension de l'impact financier de la PS (PE), question cruciale pour le devenir de l'ISR et sujet d'actualité dont le potentiel de recherche demeure tout aussi pertinent qu'intéressant.

RÉFÉRENCES

- Abott, W., et Mosen, J. (1979), « On the Measurement of Corporate Social Responsibility: Self-Reported Disclosures as a Method of Measuring Corporate Social Involvement». *Academy of Management Journal*, 22, 501-515.
- Ackerman, R.W. (1973), « How Companies Respond to Social Demands». *Harvard Business Review*, 88-98.
- Ackerman, R.W. (1975), « The Social Challenge to Business». Cambridge, Massachusetts and London, England, *Harvard University Press*.
- Acquier, A., et Aggeri, F. (2006), The Development of a CSR Industry: Legitimacy and Feasibility as the two Pillars of the Institutionalization Process. In F. Den Hond & F. De Bakker & P. Neergaard (Eds.).
- Adams, M., et Hardwick, P. (1998), « An Analysis of Corporate Donations: United Kingdom evidence». *Journal of Management Studies*, 35, 641-654.
- Al-Tuwaijri, S.A., Christensen, T.E., et Hughes, K. E. (2004), «The Relations among Environmental Disclosure, Environmental Performance, and Economic Performance: A Simultaneous Equations Approach». *Accounting, Organizations and Society*, 29, 447-471.
- Allouche, J., et Laroche, P. (2005), « A Meta-Analytical Investigation of the Relationship Between Corporate Social». *Revue de Gestion des Ressources Humaines*, 57.
- Allouche, J., Huault, I., et Schmidt, G. (2004), « Responsabilité Sociale des Entreprises: la Mesure Détournée? » *15ème Congrès annuel de l'Association Francophone de GRH (AGRH), Montréal*.

- Amato, L. H., et Amato, C. H. (2007), « The effect of firm size and industry on corporate giving». *Journal of Business Ethics*, 72, 229-241.
- Ambec, S. et Lanoie, P. (2009), « Performance Environnementale et Économique de l'Entreprise». Open Access publications from University of Toulouse 1 Capitole <http://neeo.univ-tlse1.fr>, University of Toulouse 1 Capitole.
- Andersen, M.L., et Dejoy, J.S. (2011), « Corporate Social and Financial Performance: The Role of Size, Industry, Risk, R&D and Advertising Expenses as Control Variables». *Business and Society Review*, 116, 237–256.
- Andriof, J., Waddock, S., Husted, B., et Rahman S.S. (2002), *Unfolding Stakeholder Thinking, vol. 1: Theory, Responsibility and Engagement*, Sheffield, UK, Greenleaf Publishing.
- Andriof, J., Waddock, S., Husted, B., et Rahman, S.S. (2003), *Unfolding Stakeholder Thinking, Vol. 2: Relationships, Communication, Reporting and Performance*, Sheffield, UK, Greenleaf Publishing.
- Arlow, P., et Gannon, M. J. (1982), « Social Responsiveness, Corporate Structure, and Economic Performance». *Academy of Management Review*, 7, 235- 241.
- Arora, S., et Cason, T.N. (1995), « An Experiment in Voluntary Environmental Regulation: Participation in EPA's 33/50 Program». *Journal of Environmental Economics and Management* 28, 271–286.
- Aupperle, K. E., Carroll, A. B., et Hatfield, J. D. (1985), « An Empirical Examination of the Relationship Between Corporate Social Responsibility and Profitability». *Academy of Management Journal*, 28, 446-463.
- Aupperle, K., et Van Pham, D. (1989), « An Expanded Investigation in the Relationship of Corporate Social Responsibility and Financial Performance». *Employee Responsibilities and Rights Journal*, 2, 263-274.

- Azomahou, T., Van Phu, N., et Wagner, M. (2001), « Determinants of Environmental and Economic Performance of Firms: An Empirical Analysis of the European Paper Industry». *Center for Sustainability Management, University of Lüneburg*.
- Backman, J. (1975), « Social Responsibility and Accountability». *New York University Press*.
- Bakker, F., Groenewegen, P., et Den Hond F. (2005), « A Bibliometric Analysis of 30 Years of Research and Theory on Corporate Social Responsibility and Corporate Social Performance». *Business and Society*, 44, 283-317.
- Banz, R. (1981), « The Relationship between Return and Market Value of Common Stock». *Journal of Financial Economics*, 9, 3-18.
- Barnett, M. (2007), « Stakeholder Influence Capacity and the Variability of Financial Returns to Corporate Social Responsibility». *Academy of Management Review*, 32, 794-816.
- Barnett, M. L., et Salomon R.M. (2006), « Beyond Dichotomy: The Curvilinear Relationship Between Social Responsibility and Financial Performance». *Strategic Management Journal*, 27, 1101-1122.
- Barnett, M.L., et Salomon R.M. (2002), « Unpacking Social Responsibility: The Curvilinear Relationship between Social and Financial Performance». *Academy of Management Proceedings*, B1-B6.
- Barnett, M.L., et 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, 1304-1320.
- Barney, J.B., et Hansen, M.H. (1994), « Trustworthiness as a Source of Competitive Advantage». *Strategic Management Journal*, 15, 175-190.
- Baron, D. P., Harjoto, M.A., et Hoje, J. (2009), « The Economics and Politics of Corporate Social Performance». *Working Paper, Stanford Graduate School of Business*.

- Bauer, R., Koedijk, K., et Otten, R. (2005), « International Evidence on Ethical Mutual Fund Performance and Investment Style». *Journal of Banking and Finance*, 29, 1751–1767.
- Becchetti, L., Ciciretti, R., et Hasan, I. (2007), « Corporate Social Responsibility and Shareholder's Value: An Event Study Analysis». *Federal Reserve Bank of Atlanta Working Papers*, 6, <http://ssrn.com/abstract=928557>.
- Berman, S.L., Wicks, S A.C., Kotha, S., et Jones, T.M. (1999), « Does Stakeholder Orientation Matter ? The Relationship between Stakeholder Management Models and Firm Financial Performance». *Academy of Management Journal*, 42, 488-506.
- Berrone, P., Surroca, J., et Tribó, J. A. (2007), « Corporate Ethical Identity as a Determinant of Firm Performance: a Test of the Mediating Role of Stakeholder Satisfaction». *Journal of Business Ethics* 76, 35-53.
- Bhattacharya, C.B., et Sen, S. (2004), « Doing Better at Doing Good: When, Why, and How Consumers Respond to Corporate Social Initiatives». *California Management Review*, 47, 9-24.
- Bird, R., Hall A.D., Momente F., et Reggiane, F. (2007), « What Corporate Social Responsibility Activities are Valued by the Market? ». *Journal of Business Ethics*, 76, 189-206.
- Bouquet, C., et Deutsch, Y. (2008), « The Impact of Corporate Social Performance on a Firm's Multinationality». *Journal of Business Ethics*, 80, 755-769.
- Bouslah, K., Kryzanowski, L. et M'Zali, B. (2012), « The Impact of the Dimensions of Social Performance on Firm Risk». *Midwest Finance Association Annual Meetings Paper*.
- Boutin-Dufresne F., et Savaria, P. (2004), « Corporate Social Responsibility and Financial Risk». *Journal of Investing*, 13, 57-66.
- Bowen, H.R. (1953), *Social Responsibilities of the Businessman*. Harper, New York.

- Bowman, E.H., et Haire, M. (1975), « A Strategic Posture Toward Corporate Social Responsibility». *California Management Review*, 18, 49-58.
- Bragdon, J.H., et Marlin, J.A.T. (1972), « Is pollution profitable? ». *Risk Management*, 19, 9-18.
- Brammer, S., Brooks, C., et Pavelin, S. (2006), « Corporate Social Performance and Stocks Returns: Uk Evidence from Disaggregate Measures». *Financial Management (US)*, 35, 97-116.
- Brammer, S., et Millington, A. (2006), « Firm Size, Organizational Visibility and Corporate Philanthropy: an Empirical Analysis». *Business Ethics: A European Review*, 15, 6-18.
- Brammer, S., et Millington, A. (2008), « Does it Pay to be Different? An Analysis of the Relationship between Corporate Social and Financial Performance». *Strategic management Journal*, 29, 1325-1343.
- Burke, L., Logsdon, J.M., Mitchell, W., Reiner, M., et Vogel, D. (1986), « Corporate Community Involvement, in the San Francisco Bay Area». *California Management Review*, 28, 49-58.
- Callan, S.J., et Thomas, J.M. (2009), « Corporate Financial Performance and Corporate Social Performance: An Update and Reinvestigation». *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 16, 61-78.
- Campbell, J. L. (2007), « Institutional Analysis and the Paradox of Corporate Social Responsibility». *The American Behavioral Scientist*, 49, 925-938.
- Carroll, A. B. (2000), « Ethical Challenges for Business in the New Millennium: Corporate Social Responsibility and Models of Management Morality». *Business Ethics Quarterly*, 10, 33-42.

- Carroll, A. B., et Buchholtz, A.K. (2009), *Business & Society: Ethics and Stakeholder Management*, (7th edition), South-Western Cengage learning: Mason.
- Carroll, A. B., et Shabana K. M. (2010), « The Business Case for Corporate Social Responsibility». *International Journal Management Review*, 12, 85–105.
- Carroll, A.B. (1979), « A three Dimensional Conceptual Model of Corporate Social Performance». *Academy of Management Review*, 4, 97-505.
- Chand, M. (2006), « The Relationship between Corporate Social Performance and Corporate Financial Performance: Industry Type as a Boundary Condition». *The Business Review*, 5, 240-245.
- Chand, M., et Fraser, S. (2006), « The Relationship between Corporate Social Performance and Corporate Financial. *The Business Review*, Cambridge 5, 240–245.
- Chatterji, A., Levine, D. I., et Toffel, M. W. (2009), « How Well Do Social Ratings Actually Measure Corporate Social Responsibility? ». *Journal of Economics & Management Strategy*, 18, 125-169.
- Chauvin, K.W., et Hirschey, M. (1993), « Advertising, R&D Expenditures and the Market Value of the Firm». *Financial Management*, 22, 128-140.
- Chen, K.H., et Metcalf, R.W. (1980), « The Relationship between Pollution Control Record and Financial Indicators Revisited». *Accounting Review*, 55, 168–177.
- Choi, J., et Wang, H. (2009), « Stakeholder Relations and the Persistence of Corporate Financial Performance». *Strategic Management Journal*, 30, 895-907.
- Christmann, P. (2000), « Effects of « Best Practices » of Environmental Management on Cost Advantage: The Role of Complementary Assets». *The Academy of Management Journal*, 43, 663-680.
- Clarkson, M.B.E. (1995), « A Stakeholder Framework for Analysing and Evaluating Corporate Social Performance». *Academy of Management Review*, 20, 92-117.

- Clarkson, P. M., Li, Y., Richardson, G. D., et Vasvari, F. P. (2008), « Revisiting the Relation between Environmental Performance and Environmental Disclosure: An Empirical Analysis». *Accounting, Organizations and Society*, 33, 303-327.
- Cochran, P. (2007), « The Evolution of Corporate Social Responsibility». *Business Horizons*, 50, 449-454.
- Cochran, P.L., et Wood, R.A. (1984), « Corporate Social Responsibility and Financial Performance». *Academy of management journal*, 27, 42-56.
- Cohen, M. A., Fenn, S., et Naimon, J.S. (1995), « Environmental and Financial Performance: Are they Related? ». Investor Responsibility Research Center, *Working Paper*.
- Cohen, W. M., et Levinthal, D.A. (1989), « Innovation and Learning: the Two Faces of R&D». *The Economic Journal*, 99, 569-596.
- Cordeiro, J.J., et Sarkis, J. (1997), « Environmental Proactivism and Firm Performance: Evidence from Security Analyst Earning Forecast». *Business Strategy and the Environment*, 6, 104-114.
- Cornell, B., et Shapiro, A. (1987), « Corporate Stakeholders and Corporate Finance». *Financial Management*, 16, 5-14.
- Davidson, W. N., et Worrell, D. L. (1990), « A Comparison and Test of the Use of Accounting and Stock Market Data in Relating Corporate Social Responsibility and Financial Performance». *Akron Business and Economic Review*, 21, 7-19.
- Davis, K. (1960), « Can Business Afford to Ignore Social Responsibilities». *California Management Review*, 2, 70-76.
- Delmas, M., et Blass, V.D. (2010), « Measuring Corporate Environmental Performance: the Trade-offs of Sustainability Ratings». *Business Strategy and the Environment*, 19, 245-260.

- Derwall J., Guenster N., Bauer R., et Koedijk, K. (2005), « The Eco-Efficiency Premium Puzzle». *Financial Analysts Journal*, 61, 51-63.
- Dhaliwal, D., Li, O.Z., Tsang, A., et Yang, G.Y. (2011), « Voluntary Nonfinancial Disclosure and the Cost of Equity Capital: The Initiation of Corporate Social Responsibility Reporting». *The Accounting Review*, 86, 59-100.
- Di Bartolomeo, D., et Kurtz, L. (1999), « Managing Risk Exposures of Socially Screened Portfolios». *Northfield Working Paper*, Boston.
- DiMaggio, P.J., et Powell, W.W. (1991), « Introduction to the new Institutionalism, The New Institutionalism in Organizational Analysis». Chicago: *University of Chicago Press*.
- Donaldson, T., et Preston, L.E. (1995), « The Stakeholders Theory of Corporation: Concepts, Evidence and Implications». *Academy of Management Review*, 20, 65-91.
- Dowell, G., Hart, S., et Yeung, B. (2000), « Do Corporate Global Environmental Standards Create or Destroy Market Value? ». *Management Science*, 46, 1059-74.
- Elsayed, K., et Paton, D. (2009), « The Impact of Financial Performance on Environmental Policy: Does Firm Lifecycle Matter? ». *Business Strategy and the Environment*, 18, 397-413.
- Epstein, M.J., et Marie-Josée, R. (2007), « The Strategic Management of Information for Boards». Society of Management Accountants of Canada, *Management Accounting Guideline*.
- Esty, D., et Porter, M. (1998), « Industrial Ecology and Competitiveness: Strategic Implications for the Firm». *Journal of Industrial Ecology*, 2, 35-43.
- Fama, E. F., et French, K.R. (1992), « The Cross Section of Expected Stock Returns». *Journal of Finance*, 47, 427-465.
- Fama, E. F., et French, K.R. (1993), « Common Risk Factors in the Returns on Stocks and Bonds». *Journal of Financial Economics*, 33, 3-56.

- Fama, E. F., et French, K.R. (1997), « Industry Costs of Equity». *Journal of Financial Economics* 43, 153-193.
- Freedman, M., et Jaggi, B. (1982), « The SEC's Pollution Disclosure Requirements, are they Meaningful? ». *California Management Review*, 24, 60-67.
- Freedman, M., et Jaggi, B., (1992), « An Investigation of the Long-Run Relationship between Pollution Performance and Economic Performance: The Case of Pulp and Paper Firms». *Critical Perspectives on Accounting*, 3, 315-336.
- Freeman, R.E. (1984), « Strategic Management : a Stakeholder Approach». Pitman.
- Friedman, M. (1962), « Capitalism and Freedom, Chicago». *The University of Chicago Press*, 122-124.
- Friedman, M. (1970), « The Social Responsibility of Business is to Increase the Profit». *N.Y. Times*.
- Frooman, J. (1997), « Socially Irresponsible and Illegal Behavior and Shareholder Wealth: A Meta-Analysis of Event Studies». *Business and Society*, 36, 221-249.
- Fryxell, G.E., et Wang, J. (1994), « The Fortune Corporate Reputation Index: Reputation for What? ». *Journal of Management*, 20, 1-14.
- Garcia-Castro, R., Arino, M.A., et Canela, M.A. (2010), « Does Social Performance Really Lead to Financial Performance? Accounting for Endogeneity». *Journal of Business Ethics*, 92, 107-126.
- Garcia-Castro, R., Canela, M.A., et Arino, M.A. (2008), « Over the Long Run? Short-Run Impact and Long- Run Consequences of Stakeholder Management». *Business and Society*, 20, 428-455.
- Ghobadian, A., Viney, H., Liu, J., et James, P. (1998), « Extending Linear Approaches to Mapping Environmental Behaviour». *Business Strategy and the Environment*, 7, 13-23.

- Gilley, M.K., Worrel, D.L., Davidson III, W.N., et El-Jelly, A. (2000), « Corporate Environmental Initiatives and Anticipated Firm Performance: The Differential Effects of Process-Driven versus Product-Driven Greening Initiatives». *Journal of Management*, 26, 1199-1216.
- Godfrey, P. C. (2005), « The Relationship between Corporate Philanthropy and Shareholder Wealth: A risk management perspective». *Academy of Management Review*, 30, 777-798.
- Godfrey, P. C., et Hatch, N. (2007), « Researching Corporate Social Responsibility: an Agenda for the 21st Century». *Journal of Business Ethics*, 70, 87-98
- Godfrey, P. C., Merrill. C. B., et 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, 425-445.
- Goll, I., et Rasheed, A. (2004), « The Moderating Effect of Environmental Munificence and Dynamism on the Relationship between Discretionary Social Responsibility and Firm Performance». *Journal of Business Ethics*, 49, 41-54.
- Gond, J-P. (2001), « L'Éthique est-elle Profitable». *Revue Française de Gestion*, 77-85.
- Gössling, S. (2003), « Market Integration and Ecosystem Degradation: Is Sustainable Tourism Development in Rural Communities a Contradiction in Terms?». *Environment, Development and Sustainability*, 5, 383-400.
- Goukasian, L., et Whitney, L. (2007), « Do Ethical and Socially Responsible Firms Under-Perform? Evidence from Financial and Operating Performances». *Working Paper*.
- Graves, S.B., et Waddock, S.A. (1994), « Institutional Owners and Corporate Social Performance». *Academy of Management Journal*, 37, 1034-1046.

- Graves, S.B., et Waddock, S.A. (1999), « A Look at the Financial-Social Performance Nexus when Quality of Management is Held Constant». *International Journal of Value-Based Management*, 12, 87-99.
- Graves, S.B., et Waddock, S.A. (2000), « Beyond Built to Last Stakeholder Relations in 'Built-to-Last' Companies». *Business and Society Review*, 105, 393-418.
- Greening, D. W. (1995), « Conservation Strategies, Firm Performance, and Corporate Reputation in the US Electric Utility Industry». *Research in corporate social performance and policy* (supplement), 1, 345-368.
- Greening, D.W., et Turban, D.B. (2000), « Corporate Social Performance as a Competitive Advantage in Attracting a Quality Workforce». *Business and Society*, 39, 254-280.
- Griffin, J.J. (2000), « Corporate Social Performance: Research Directions for the 21st Century». *Business & Society*, 39, 479-491.
- Griffin, J.J., et Mahon. J.F. (1997), « The Corporate Social Performance and Corporate Financial Performance Debate». *Business and Society*, 36, 5-31.
- Gruca, T.S., et Rego, L.L. (2005), « Customer Satisfaction, Cash Flow, and Shareholder Value». *Journal of Marketing*, 69, 115-130.
- Guenster, N., Derwall, J., Bauer, R., et Koedijk, K. (2006), « The Economic Value of Corporate Eco-Efficiency». *Working paper*. <http://ssrn.com/abstract=675628>
- Guerard, J. B. (1997), « Is There a Cost to Being Socially Responsible in Investing? ». *Journal of Investing*, 6, 11-19.
- Gupta, S., et Goldar, B.N. (2005), « Do Stock Markets Penalize Environment-Unfriendly Behavior? Evidence from India». *Ecological Economics*, 52, 81-95.
- 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, 98-113.

- Hamschmidt, J., et Dyllick, T. (2006), « ISO 14001: Profitable? Yes! But is it Eco-Effective? ». In Schaltegger, S., et Wagner, M. (Eds.), *Managing the Business Case for Sustainability*, Sheffield: Greenleaf Publishing, 554-568.
- Harjoto, M. A., et Jo, H. (2008), « Corporate Social Responsibility and Operating Performance». *Journal of the Academy of Business and Economics*, 8, 59-71.
- Harjoto, M. A., et Jo, H. (2011), « Corporate Governance and CSR nexus». *Journal of Business Ethics*, 100, 45-67.
- Hart, S. L., et Ahuja, G. (1996), « Does It Pay To Be Green? An Empirical Examination of the Relationship between Emission Reduction and Firm Performance, *Business Strategy & the Environment*, 5, 30-37.
- Herremans, I.M., Akathaporn, P., et McInnes, M. (1993), « An investigation of Corporate Social Responsibility Reputation and Economic Performance». *Accounting, Organizations and Society*, 18, 587-604.
- Hill, R., Ainscough, T., Shank, T., et Manullang, D. (2007), « Corporate Social Responsibility and Socially Responsible Investing: A Global Perspective». *Journal of Business Ethics*, 70, 165-174.
- Hillman, A.J., et Keim, G.D. (2001), « Shareholder Value, Stakeholder Management, and Social Issues: What's the Bottom Line? ». *Strategic Management Journal*, 22, 125-139.
- Hoepner A. G. F., Yu P.S., et Ferguson, J. (2010), « Corporate Social Responsibility across Industries: When Can Who Do Well by Doing Good? ». *Working Paper. SSRN eLibrary*.
- Hull, C.E., et Rothenberg, S. (2008), « Firm Performance: the Interactions of Corporate Social Performance with Innovation and Industry Differentiation». *Strategic Management Journal*, 29, 781-789.

- Husted, B. W., et Salazar, J.J. (2006), « Taking Friedman Seriously: Maximizing Profits and Social Performance». *Journal of Management Studies*, 43, 75-91.
- Husted, B.W., et Allen, D.B. (2007a), « Corporate Social Strategy in Multinational Enterprises: Antecedents and Value Creation». *Journal of Business Ethics*, 74, 34-361.
- Husted, B.W., et Allen, D.B. (2007b), « Strategic Corporate Social Responsibility and Value Creation among Large Companies». *Long Range Planning*, 40, 594-610.
- Ioannou, I, et Serafeim, G. (2010), « The Impact of Corporate Social Responsibility on Investment Recommendations». *Best Paper Proceedings of the Academy of Management (2010) – SIM Division*
- Itkonen, L. (2003), « Corporate Social Responsibility and financial Performance». *Seminar in Business Strategy and International Business*, 20th march, Helsinki University of Technology.
- Jensen, M. (2002), « Value Maximisation, Stakeholder Theory and the Corporate Objective Function». *Business Ethics Quarterly*, 12, 235-256.
- Jensen, M.C. (1986), « Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers». *American Economic Review*, 76, 323-339.
- Johnson, H. (2003), « Does it Pay to Be Good? Social Responsibility and Financial Performance». *Business Horizons*, 34-40.
- Johnson, R., et Greening, D. (1999), « The Effects of Corporate Governance and Institutional Ownership Types on Corporate Social Performance». *Academy of Management Journal*, 42, 564-580.
- Jones R., et Murrell, A.J. (2001), « Signaling Positive Corporate Social Performance – An Event Study of Family Friendly Firms». *Business & Society*, 40, 59-78.

- Jones, T.M. (1980), « Corporate Social Responsibility Revisited, Redefined». *California Management Review*, 22, 59–67.
- Jones, T.M. (1995), « Instrumental Stakeholder Theory: A Synthesis of Ethics and Economics». *Academy of Management Review*, 20, 404-437.
- Kapoor, S., et Sandhu, H.S. (2010), « Does it Pay to be Socially Responsible? An Empirical Examination of Impact of Corporate Social Responsibility on Financial Performance». *Global Business Review*, 11, 185–208.
- Karpoff, J., Lee, D.S., et Vondra, V.P. (1999), «Defense Procurement Fraud, Penalties, and Contractor Influence». *The Journal of Political Economy*, 107, 809-842.
- Karpoff, J., Lott, J., et Rankine, G. (2002), « Environmental Violations, Legal Penalties, and Reputation Costs». Institute (AEI) and Thunderbird, American Graduate School of International Management.
- King, A., et Lenox, M. (2001), « Does it Really Pay to be Green? An Empirical Study of Firm Environmental and Financial Performance». *The Journal of Industrial Ecology*, 5, 105-116.
- King, A.A., et Lenox, M.J. (2002), « Exploring the Locus of Profitable Pollution Reduction». *Management Science*, 48, 289-299.
- Klassen, R. D., et McLaughlin, C.P. (1996), « The impact of Environmental Management on Firm Performance». *Management Science*, 42, 1199–1214.
- Knoll, M. S. (2002), « Ethical Screening in Modern Financial Markets: The Conflicting Claims Underlying Socially Responsible Investment». *The Business Lawyer*, 57, 681-726.
- Konar, S., et Cohen, M.A. (2001), « Does the Market Value Environmental Performance? ». *The Review of Economics and Statistics*, 83, 281-289.

- Kurtz, L., et DiBartolomeo, D. (1996), « Socially Screened Portfolios: An Attribution Analysis of Relative Performance». *The Journal of Investing*, 5, 35-41.
- Lankoski, L. (2000), « Determinants of Environmental Profit: An Analysis of Firm-Level Environmental Performance and Economic Performance». *Doctoral dissertations*, Helsinki University of Technology.
- Lankoski, L. (2008), « Corporate Responsibility Activities and Economic Performance: a Theory of Why and How They Are Connected». *Business Strategy and the Environment*, 17, 536–547.
- Lanoie, P., Patry, M., et Lajeunesse, R. (2008), « Environmental Regulation and Productivity: New findings on the Porter Hypothesis». *Journal of Productivity Analysis*, 30, 121-128.
- Laplante, B., et Lanoie, P. (1994), « The Market Response to Environmental Regulation in Canada : a Theoretical and Empirical Analysis». *Southern Economic Journal*, 60, 657-673.
- Lee, D.D., Faff, R.W., et Langfield-Smith, K. (2009), « Revisiting the Vexing Question: Does Superior Corporate Social Performance Lead to Improved Financial Performance? ». *Australian Journal of Management*, 34, 21-49.
- Lee, M. P. (2008), « A Review of the Theories of Corporate Social Responsibility: Its Evolutionary Path and the Road Ahead». *International Journal of Management Reviews*, 10, 53-73.
- Levitt, T. (1958), « The Dangers of Social Responsibility». *Harvard Business Review*, septembre octobre.
- Lin, C.H., Yang, H.L., et Liou, D.Y. (2009), « The Impact of Corporate Social Responsibility on Financial Performance: Evidence from Business in Taiwan». *Technology in Society*, 31, 56–63.

- Lopez, M.Z., Garcia, A., et Rodriguez, L. (2007), « Sustainable Development and Corporate Performance: A Study Based on the Dow Jones Sustainability Index». *Journal of Business Ethics*, 75, 285–300.
- Luo, X., et Bhattacharya, C. B. (2006), « Corporate Social Responsibility, Customer Satisfaction, and Market Value». *Journal of Marketing*, 70, 1-18.
- Luo, X., et Bhattacharya, C.B. (2009), « The Debate over Doing Good: Corporate Social Performance, Strategic Marketing Levers, and Firm-idiosyncratic Risk». *Journal of Marketing*, 73, 198-213.
- Mackey, A., Mackey, T.B., et Barney, J.B. (2007), « Corporate Social Responsibility and Firm Performance: Investor Preferences and Corporate Strategies». *Academy of Management Review*, 32, 817-835.
- Mahoney, L., et Roberts, R. W. 2007. « Corporate Social Performance, and Financial Performance and Institutional Ownership in Canadian Firms». *Accounting Forum*, 31, 233-253.
- Maignan I., et Ferrell, O.C. (2003), « Nature of Corporate Responsibilities. Perspectives from American, French, and German Consumers». *Journal of Business Research*, 56, 55-67.
- Manescu, C. (2009), « Economic Implications of Corporate Social Responsibility and Responsible Investments». *Doctoral dissertations*, University of Gothenburg.
- Mani, M., et Wheeler, D. (1998), « In Search of Pollution Havens? Dirty Industry in the World Economy, 1960-1995». *Journal of Environment and Development*, 7, 215-247.
- Maon, F., Lindgreen, A., et Swaen, V. (2009), « Designing and Implementing Corporate Social Responsibility: An Integrative Framework Grounded in Theory and Practice». *Journal of Business Ethics*, 87, 71–89.

- Margolis, J. D., Elfenbein, H. A., et Walsh, J. P. (2007), « Does it Pay to be Good? What a Meta-Analysis of CSP and CFP can (and cannot) Tell us». Paper presented at the 67th Meeting of the Academy of Management, Philadelphia, Pennsylvania.
- Margolis, J. D., et Walsh, J.P. (2001), « People and Profits? The Search for a Link between a Company's Social and Financial Performance». Mahwah, NJ: Lawrence Erlbaum Associates.
- Margolis, J.D., et Walsh, J.P. (2003), « Misery Loves Companies: Rethinking Social Initiatives by Business». *Administrative Science Quarterly*, 48, 268-305.
- Marom, I.Y. (2006), « Toward a Unified Theory of the CSP-CFP Link». *Journal of Business Ethics*, 67, 191-200.
- Matten, D., et Moon, J. (2008), « Implicit and explicit CSR: A conceptual framework for understanding CSR in Europe». *Academy of Management Review*, 33, 404-424.
- Mattingly, J., et Berman, S. (2006), « Measurement of Corporate Social Action: Discovering Taxonomy in the Kinder Lydenburg Domini Ratings Data». *Business & Society*, 45, 20-46.
- McAlister, L., Srinivasan, R., et Kim, M.C. (2007), « Advertising, Research and Development and Systematic Risk of the Firm». *Journal of Marketing*, 71, 35-48.
- McGuire, J., Dow, S., et Argheyd, K. (2003), « CEO Incentives and Corporate Social Performance». *Journal of Business Ethics*, 45, 341-359.
- McGuire, J.B., Sundgren, A., et Schneeweis, T. (1988), « Corporate Social Responsibility and Firm Financial Performance». *Academy of Management Journal*, 31, 854-872.
- McWilliams, A., et Siegel, D. (1997), « Event Studies in Management Research: Theoretical and Empirical Issues». *Academy of Management Journal*, 40, 626-657.

- McWilliams, A., et Siegel, D. (2000), « Corporate Social Responsibility and Financial Performance: correlation or misspecification». *Strategic Management Journal*, 21, 603-60.
- McWilliams, A., et Siegel, D. (2001), « A Within and Between Analysis of the Relationship between Corporate Social Responsibility and Financial Performance». *Academy of Management Review*, 26, 117- 127.
- McWilliams, A., Siegel, D., et Wright, P.M. (2006), « Corporate Social Responsibility: Strategic Implications». *Journal of Management Studies*, 43, 1–18.
- Meijer, M.M., et Schuyt, T. (2005), « Corporate Social Performance as a Bottom Line for Consumers». *Business and Society*, 44, 442-461.
- Meyer, J.W., et Rowan, B. (1977), « Institutionalized Organisations: Formal Structure as Myth and Ceremony». *American Journal of Sociology*, 80, 340-363.
- Meznar, M., et Nigh, D. (1995), « Buffer or Bridge? Environmental and Organizational Determinants of Public Affairs Activities in American Firms». *Academy of Management Journal*, 38, 975-997.
- Mishina, Y., Dykes, B.J., Block, E.S., et Pollock, T.G. (2010), « Why “Good” Firms do Bad Things: The Effects of High Aspirations, High Expectations, and Prominence on the Incidence of Corporate Illegality». *Academy of Management Journal*, 53, 701–722.
- Mishra, S., et Suar, D. (2010), « Does Corporate Social Responsibility Influence Firm Performance of Indian Companies? ». *Journal of Business Ethics*, 95, 571-601.
- Mitchell, R., Agle, B., et Wood, D. (1997), « Toward a Theory of Stakeholder Identification and Salience: Defining the Principle of Who and What Really Counts». *Academy of Management Review*, 22, 853-886.

- Moon, J.J. (2007), « In Good Companies? A Critical Evaluation of the Corporate Social Performance-Corporate Financial Performance Link». *Working paper*, University of Pennsylvania.
- Moore, G. (2001), « Corporate Social and Financial Performance: An Investigation in the U.K. Supermarket Industry». *Journal of Business Ethics*, 34, 299-315.
- Moskowitz, M. (1972), « Choosing Socially Responsible Stocks». *Business and Society Review*, 1, 71-75.
- Murray, A., Sinclair, D., Power, D., et Gray, R. (2006), « Do Financial Markets Care about Social and Environmental Disclosure? Further Evidence and Exploration from UK». *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 19, 228-256.
- Murray, J., et Edwin, A. (1976), « The Social Response Process in Commercial Banks: An Empirical Investigation». *Academy of Management Review*, 1, 5-26.
- Nakao, Y., Amano, A., Matsumura, K., Genba, K., et Nakano, M. (2007), «Relationship between Environmental Performance and Financial Performance: an Empirical Analysis of Japanese Corporations». *Business Strategy and the Environment*, 16, 106-118.
- Nelling, E., et Webb, E. (2009), « Corporate Social Responsibility and Financial Performance: The "Virtuous Circle" Revisited». *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 32, 197-209.
- Ogden, S., et Watson, R. (1999), « Corporate Performance and Stakeholder Management: Balancing Stakeholder and Customer Interests in UK Privatised Water Industry». *Academy of Management Journal*, 42, 526-538.
- Oikonomou, I., Brooks, C., et Pavelin, S. (2012), « The Impact of Corporate Social Performance on Financial Risk and Utility: A Longitudinal Analysis». *Financial Management*, 41, 483-515.

- Orlitzky, M. (2001), « Does Organizational Size Confound the Relationship between Corporate Social Performance and Firm Financial Performance? ». *Journal of Business Ethics*, 33, 167-180.
- Orlitzky, M., et Benjamin, J.D. (2001), « Corporate Social Performance and Firm Risk: A Meta-Analytic Review ». *Business & Society*, 40, 369-396.
- Orlitzky, M., Schmidt, F.L., et Rynes, S.L. (2003), « Corporate Social and Financial Performance: a Meta-Analysis ». *Organization Studies*, 24, 403-441.
- Padgett, R.C., et Galan, J.I. (2010), « The Effect of R&D Intensity on Corporate Social Responsibility ». *Journal of Business Ethics*, 93, 407-418.
- Palmer, K., Oates, W., et Portney, P. (1995), « Tightening Environmental Standards: The Benefit-Cost or the No-Cost Paradigm? ». *Journal of Economic Perspectives*, 9, 119-132.
- Parvez, A., Nanda, S., et Schnusenberg, O. (2005), « Can Firms Do Well While Doing Good ». *working Paper*, Coggin College of Business, University of North Florida.
- Pasquero, J. (2005), *La Responsabilité Sociale de l'Entreprise comme Objet des Sciences de Gestion : Un regard historique, Responsabilité Sociale et Environnementale de l'Entreprise*, M.-F. Turcotte and A. Salmon, *Presses de l'Université du Québec*.
- Paton, D., et Elsayed, K. (2005), « The Impact of Environmental Performance on Firm Performance: Static and Dynamic Panel Data Evidence ». *Structural Change and Economic Dynamics*, 16, 395-412.
- Patten, D. (2002), « The Relation between Environmental Performance and Environmental Disclosure: A Research Note ». *Accounting, Organizations and Society*, 27, 763-773.
- Pava, M., et Krausz, J. (1996), « The Association between Corporate Social-Responsibility and Financial Performance: The Paradox of Social Cost ». *Journal of Business Ethics*, 15, 321-357.

- Peloza, J. (2009), « The Challenge of Measuring Financial Impacts from Investments in Corporate Social Performance». *Journal of Management*, 35, 1518-1541.
- Poddi, L., et Vergalli, S. (2012), « Does Corporate Social Responsibility Pay? ». *Review of Environment Energy and Economics*. February.
- Porter M.E., et Kramer, M.R. (2006), « Strategy & Society: the Link between Competitive Advantage and Corporate Social Responsibility». *Harvard Business Review*, HBR Spotlight, December.
- Porter, M. (1991), « American's Green Strategy». *Scientific American*, 264, 168.
- Porter, M. E., et Van der Linde, C. (1995), « Towards a New Conception of the Environmental- Competitiveness Relationship». *Journal of Economic Perspectives*, 9, 97-118.
- Porter, M.E., et Kramer, M.R. (2002), « The Competitive Advantage of Corporate Philanthropy?». *Harvard Business Review*, 80.
- Preston, L.E., et O'Bannon, D.P. (1997), « The Corporate Social-Financial Performance Relationship – A Typology and Analysis». *Business & Society*, 36, 419-429.
- Reinhard, F., Stavins, R., et Vietor, R. (2008), « Corporate Social Responsibility through An Economic Lens». *Review of Environmental Economics and Policy*, 2, 219–39.
- Renneboog, L., Horst, J.T., et Zhang, C. (2008), « Socially Responsible Investments: Institutional Aspects, Performance, and Investor Behavior». *Journal of Banking & Finance*, 32, 1723–1742.
- Roberts, R.W. (1992), « Determinants of Corporate Social Responsibility Disclosure: an Application of Stakeholders Theory». *Accounting Organization and Society*, 17, 595-612.

- Robins, J., et Wiersema, M.F. (1995), « A Resource-Based Approach to the Multibusiness Firm: Empirical Analysis of Portfolio Interrelationships and Corporate Financial Performance». *Strategic Management Journal*, 16, 277-299.
- Rojas, M., M'zali, B., Turcotte, M-F., et Merrigan, P. (2009), « Bringing About Changes to Corporate Social Policy through Shareholders Activism: Fillers, Issues, Targets, and Success». *Business and Society Review*, 114, 217-252.
- Roman, M.R., Hayibor, S., et Agle, B.R. (1999), « The Relationship between Social and Financial Performance: Repainting a Portrait». *Business & Society*, 38, 109-125.
- Rothenberg, S., et Zyglidopoulos, S.C. (2007), « Determinants of Environmental Innovation Adoption in the Printing Industry: the Importance of Task Environment». *Business Strategy and the Environment*, 16, 39-49.
- Rowley, T., et Berman, S. (2000), « A Brand New Brand of Corporate Social Performance». *Business & Society*, 39, 397-418.
- Ruf, B., Muralidhar, K., Brown, R., Janney, J., et Paul, K. (2001), « An Empirical Investigation of the Relationship between Change in Corporate Social Performance and Financial Performance: A Stakeholder Theory Perspective». *Journal of Business Ethics*, 32, 143-156.
- Russo, M.V., et Fouts, P.A. (1997), « A Resource Based Perspective on Corporate Environmental Performance and Profitability». *Academy of Management Journal*, 40, 534-559.
- Salama, A. (2005), « A Note on the Impact of Environmental Performance on Financial Performance». *Structural Change and Economic Dynamics*. 16, 413-421.
- Salzmann, O., Ionescu-Somers, A., et Steger, U. (2005), « The Business Case for Sustainability: Literature Review and Research Options». *European Management Journal*, 23, 27-36.

- Schaltegger, S., et Figge, F. (2000), « Environmental Shareholder Value. Economic Success with Corporate Environmental Management. *Eco-Management and Auditing*, 7, 29-42.
- Schaltegger, S., et Synnestvedt, T. (2001), « The Forgotten Link Between "Green" and Economic Success». *Lüneburg: Center for Sustainability Management (CSM)*.
- Schaltegger, S., et Synnestvedt, T. (2002), « The link between 'Green' and Economic Success. Environmental Management as the Crucial Trigger between Environmental and Economic Performance». *Journal of Environmental Management*, 65, 339-346.
- Scholten, B. (2008), « Corporate Social Responsibility in the International Banking Industry. *Journal of Business Ethics*, 86, 159-175.
- Seifert, B., Morris, S. A., et Bartkus, B. R. (2004), « Having, Giving, and Getting: Slack Resources, Corporate Philanthropy and Firm Financial Performance». *Business & Society*, 43, 135-161.
- Seifert, B., Morris, S.A., et Bartkus, B.R. (2003), « Comparing Big Givers and Small Givers : Financial Correlates of Corporate Philanthropy». *Journal of Business Ethics*, 54, 195-211.
- Shane, P. B., et Spicer, B. H. (1983), «Market Response to Environmental Information Produced Outside the Firm». *The Accounting Review*, 3, 521-538.
- Sharfman, D. (1996), «The Construct Validity of the KLD Social Performance Data Ratings». *Journal of Business Ethics*, 15, 287-297.
- Sharfman, M., et Hart, T. (2008), « Revisiting the Validity of the Kinder Lydenberg and Domini Corporate Social Performance Indicators». *Working Paper*.
- Siegel, D.S., et Vitalino, D.F. (2007), « An Empirical Analysis of the Strategic use of Corporate Social Responsibility». *Journal of Economics & Management Strategy*, 16, 773-792.

- Simpson, D., et Bradford, R.L. (1996), « Taxing Variable Cost: Environmental Regulation as Industrial Policy». *Journal of Environmental Economics and Management*, 30, 282-300.
- Simpson, W.G., et Kohers, T. (2002), « The Link between Corporate Social and Financial Performance: Evidence from the Banking Industry». *Journal of Business Ethics*, 35, 97-109.
- Spicer, B.H. (1978), « Investors, Corporate Social Performance and Information Disclosure: An Empirical Study». *Accounting Review*, 53, 94-110.
- Stanwick, P.A., et Stanwick, S.D. (1998), « The Relationship between Corporate Social Performance and Organizational Size, Financial Performance and Environmental Performance: an Empirical Examination». *Journal of Business Ethics*, 17, 195-204.
- Stanwick, S.D., et Stanwick, P.A. (2000), « The Relationship between Environmental Disclosures and Financial Performance: an Empirical Study of US Firms». *Eco-Management and Auditing*, 155-164.
- Strike, V. M., Gao, J., et Bansal, P. (2006), « Being Good while Being Bad: Social Responsibility and the International Diversification of US Firms». *Journal of International Business Studies*, 37, 850-862.
- Sturdivant, F.D., et Ginter, J.L. (1977), « Corporate Social Responsiveness: Management Attitudes and Economic Performance». *California Management Review*, 19, 30-39.
- Sun-Young, P., et Lee, S. (2009), « Do Socially Responsible Activities Help Hotels and Casinos Achieve their Financial Goals? ». *International Journal of Hospitality Management*, 28, 105-112.
- Surroca, J., Tribó, J.A., et Waddock, S. (2010), « Corporate Responsibility and Financial Performance: The Role of Intangible Resources». *Strategic Management Journal*, 31, 463-490.

- Telle, K. (2006), « 'It Pays to be Green' - a Premature Conclusion? ». *Environmental and Resource Economics*, 35, 195-220.
- Teo, T.S.H., et Lim, R.Y.C., (1999), « Intrinsic and Extrinsic Motivation in Internet Usage» *OMEGA: International Journal of Management Science*, 27, 25-37.
- Toms J.S., (2002), « Firm Resources, Quality Signals and the Determinants of Corporate Environmental Reputation: some UK Evidence». *British Accounting Review*, 34, 257- 282.
- Trotman, K.T., et Bradley, G.W. (1981), « Associations between Social Responsibility Disclosure and Characteristics of Companies». *Accounting, Organizations and Society*, 6, 355-362.
- Tsoutsoura, M. (2004), « Corporate Social Responsibility and Financial Performance». *Haas School of Business*, en ligne à l'adresse: www.haas.berkeley.edu/responsiblebusiness/documents/FinalPaperonCSR_pdfII.
- Turban, D.B., et Greening, D.W. (1997), « Corporate Social Performance and Organizational Attractiveness to Prospective Employees». *Academy of Management Journal*, 40, 658-672.
- Udayasankar, K. (2007), « Corporate Social Responsibility and Firm Size». *Journal of Business Ethics*. En ligne à l'adresse: <http://www.springerlink.com/content/p0130x625wg015r4/fulltext.pdf>
- Ullmann, A. (1985), « Data in Search of a Theory: A Critical Examination of the Relationship Among Social Performance, Social Disclosure, and Economic Performance». *Academy of Management Review*, 10, 540-577.
- Van Beurden, P., et Gössling, T. (2008), « The Worth of Values – A Literature Review on the Relation between Corporate Social and Financial Performance». *Journal of Business Ethics*, 82, 407-424.

- Van der Laan, G., Van Ees, H., et Van Witteloostuijn, A. (2008), « Corporate Social and Financial Performance: An Extended Stakeholder Theory, and Empirical Test with Accounting Measures». *Journal of Business Ethics*, 79, 299–310.
- Vance, S.C. (1975), « Are Socially Responsible Corporations Good Investment Risks?». *Management Review*, 64, 19-24.
- Verschoor, C.C., et Murphy, E.A. (2002), « The Financial Performance of Large US Firms and Those with Global Prominence: How Do the Best Corporate Citizens Rate?». *Business and Society Review*, 107, 371-380.
- Vogel, D. J. (2005), « Is there a Market for Virtue? The Business Case for Corporate Social Responsibility». *California Management Review*, 47, 19–45.
- Waddock S.A., et Graves, S.B. (1997), « The Corporate Social Performance – Financial Performance Link». *Strategic Management Journal*, 18, 303-319.
- Waddock, S. (2003), « Myths and Realities of Social Investing». *Organization and Environment*, 16, 369-380.
- Wagner, M. (2003), « An Analysis of the Relationship between Environmental and Economic Performance at the Firm Level and the Influence of Corporate Environmental Strategy Choice». *Doctoral dissertations*.
- Wagner, M. (2005), « How to Reconcile Environmental and Economic Performance to Improve Sustainability: Corporate Environmental Strategies in the European Paper Industry». *Journal of Environmental Management*, 76, 105-118.
- Wagner, M. (2010), « The Role of Corporate Sustainability Performance for Economic Performance: A Firm-Level Analysis of Moderation Effects». *Ecological Economics*, 69, 1553-1560.

- Wagner, M., et Wehrmeyer, W. (2002), « The Relationship of Environmental and Economic Performance at the Firm level: A Review of Empirical Studies in Europe and Methodological Comments». *European Environment*, 12, 149–159.
- Wagner, M., Van Phu, N. Azomahou, T., et Wehrmeyer, W. (2002), « The Relationship between the Environmental and Economic Performance of firms: An Empirical Analysis of the European Paper Industry». *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 9, 133–146.
- Wahba, H. (2008), « Does the Market Value Corporate Environmental Responsibility? An Empirical Examination». *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 15, 89–99.
- Walley, N., et Whitehead, B. (1994), « It's not Easy Being Green». *Harvard Business Review*, 72, 2-7.
- Wang, H., Choi, J., et Li, JT. (2008), « Too Little or too Much? Untangling the Relationship between Corporate Philanthropy and Firm Financial Performance». *Organization Science*, 19, 143-159.
- Wang, H., et Choi, J. (2010), « A New Look at the Corporate Social–Financial Performance Relationship: The Moderating Roles of Temporal and Interdomain Consistency in Corporate Social Performance». *Journal of Management*, 36.
- Wartick, S.L., et Cochran, P.L. (1985), « The Evolution of the Corporate Social Performance Model». *Academy of Management Review*, 10, 758-769.
- White, M. A. (1996), « Investor Response to the Exxon Valdez Oil Spill». University of Virginia Online Scholarship Initiative, Alderman Library, University of Virginia Charlottesville, VA. <http://etext.lib.virginia.edu/osi>.
- Williamson, O.E. (1985), « The Economic Institutions of Capitalism». New York: The Free Press – MacMillan.

- Wood, D. (1991), « Corporate Social Performance Revisited». *Academy of Management Review*, 16, 691-718.
- Wood, D.J., et Jones, R.E. (1995), « Stakeholder Mismatching: A Theoretical Problem in Empirical Research in Corporate Social Performance». *International Journal of Organizational Analysis*, 3, 229-267.
- Workutch, R.E., et Spencer, B.A. (1987), « Corporate Saints and Sinners: the Effects of Philanthropic and Illegal Activity on Organizational Performance». *California Management Review*, 29, 62-77.
- Wright, P., et Ferris, S.P. (1997), « Agency Conflict and Corporate Strategy: The Effect of Divestment on Corporate Value». *Strategic Management Journal*, 18, 77-83.
- Wu, M. L. (2006), « Corporate Social Performance, Corporate Financial Performance, and Firm Size: A Meta Analysis». *Journal of American Academy of Business, Cambridge*, 8, 163-172.
- Yu, F. (2012), « Participation of Firms in Voluntary Environmental Protection Programs: An Analysis of Corporate Social Responsibility and Capital Market Performance». *Western Economic Association International*, 30, 13-28.
- Zadek, S. (2004), « The Path to Corporate Responsibility». *Harvard Business Review*, 82, 125-132.
- Zyglidopoulos, S. (1999), « Initial Environmental Conditions and Technological Change». *Journal of Management Studies*, 36, 241-262.