

Contribution de la notation extra-financière à la RSE, une revue à partir des données de Vigeo Eiris

Jean-Christophe VUATTOUX

Maitre de conférences en sciences de gestion

Université de Poitiers - CEREGE - EA1722

Résumé :

Ce travail propose une relecture des travaux académiques réalisés en collaboration avec l'agence de notation sociétale Vigeo Eiris suite à 15 ans de partenariat avec la communauté universitaire. Les 66 travaux recensés permettent d'établir un panorama original de la recherche sur les questions qui touchent la responsabilité sociale et environnementale des organisations, rappelant tout l'enjeu de la notation sociétale, de son utilité et de ses interactions avec les différentes parties prenantes. Nous nous intéresserons successivement à la RSE en tant qu'objet et en tant que finalité, aux relations entre performance extra-financière et performance financière, aux questions de gouvernance et enfin à l'influence de la notation sociétale. Nos conclusions dressent des pistes possibles pour de futures recherches.

Mots-clés :

Notation sociétale, RSE, ISR, performance extra-financière, gouvernance.

Introduction

Ce travail propose une relecture des travaux académiques réalisés en collaboration avec l'agence de notation Vigeo Eiris. La synthèse présentée organise les principales conclusions des études qui se sont appuyées sur les données mises à disposition par l'entreprise de notation. Elle souligne la lecture que donnent ces travaux de la notation sociétale.

Le caractère multidimensionnel de ce qu'il est commun aujourd'hui d'appeler " la Performance Sociale et Environnementale " (PSE) interroge sur la mesure de ce concept. On peut légitimement se demander si l'on est sûr de mesurer la bonne chose ? (Igalens et Gond, 2005). L'appréciation de responsabilité sociale et environnementale d'une entreprise (RSE) est une démarche dans laquelle les données doivent pouvoir être interprétées sans ambiguïté afin d'apporter une information fiable aux différents utilisateurs (Hedesström et al., 2011).

L'agence européenne de notation sociétale Vigeo Eiris a développé un système de notation sociétale qui repose sur l'agrégation de six dimensions (détaillées en encadré ci-après). Depuis plus de 15 ans, des universitaires travaillent en collaboration avec Vigeo Eiris (plus de 80 conventions de partenariat signées depuis 2002) et tentent de valider empiriquement des modèles théoriques. Ces travaux permettent aujourd'hui de faire avancer la recherche autour des questions de la responsabilité sociale et environnementale des organisations, de l'investissement socialement responsable, des questions de gouvernance et de conflit d'agence, ou encore les questions de performance(s) extra-financière(s). Les contributions sont variées et souvent complémentaires et expliquent les mécanismes qui s'opèrent entre les différentes dimensions de la RSE, la gouvernance d'entreprise, les investisseurs ou encore les facteurs de contingence de l'organisation ou de son environnement. De plus, une lecture longitudinale permet également de noter les évolutions tant dans les relations des concepts que dans le comportement des multiples acteurs concernés.

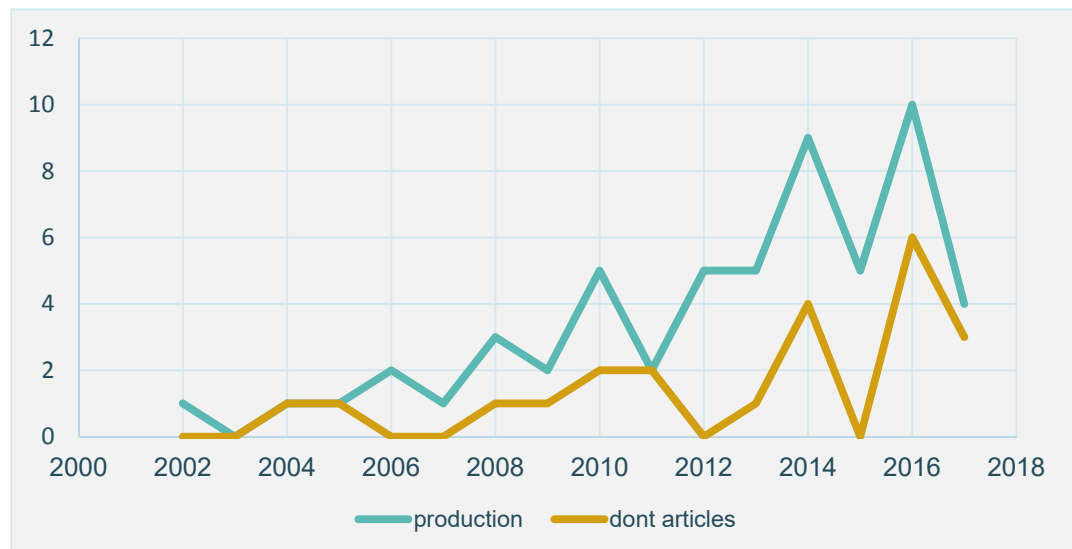
Ce travail est organisé en quatre temps. Nous nous intéresserons successivement à la RSE en tant qu'objet et en tant que finalité, aux relations entre performance extra-financière et performance financière, aux questions de gouvernance et enfin à l'influence de la notation sociétale.

La recherche académique en partenariat avec Vigeo Eiris

Sur les 66 documents référencés et ayant fait l'objet d'un contrat de partenariat entre chercheurs et Vigeo Eiris, on peut dénombrer 22 publications dans des revues nationales et internationales dont 12 dans des revues classées par la FNEGE. Les autres publications ont été réalisées dans le cadre de thèses de doctorat, de cahiers de recherche, de chapitres d'ouvrages, de communication dans des congrès et colloques nationaux et internationaux, de documents de travail ou encore de rapports professionnels. Enfin, le processus n'étant pas interrompu, plusieurs travaux sont en cours. Le graphique ci-dessous permet de constater l'évolution croissante de la production scientifique en parallèle de l'augmentation du nombre d'articles publiés¹.

L'ensemble de ces productions scientifiques trouve également un écho favorable dans la

Production scientifique en partenariat avec l'agence Vigeo Eiris



communauté académique. A la date du 18 décembre 2017, on peut dénombrer un total de 807 citations faisant directement référence à 34 de ces travaux (Google Scholar), les publications internationales comme dans Journal of Business Ethics, étant les plus fréquemment citées.

Les travaux réalisés en s'appuyant sur les données Vigeo Eiris balayent de multiples sujets en lien avec les grandes questions de la RSE et de l'ISR. Les productions scientifiques recensées peuvent être organisés en différentes catégories :

Nombre de publications par thématique

Catégories	Nombre
Concept / Meaning of CSR	7
Corporate Economic and Environmental Performance	6
Corporate Economic and Social Performance	4
Country Rating	1
CSR & Risk Management	2
Economic Performance and CSR	9
Governance and CSR	9
Markets and CSR	9
SRI & ESG Performance	12

¹ Dans plusieurs cas, lorsqu'une production scientifique a été diffusée à plusieurs reprises (working paper, communication, article...), nous avons retenu la version la plus récente quand cela était possible.

Les 66 documents référencés sont le résultat de partenariats établis avec 22 universités ou écoles de management. Les partenaires les plus féconds sont IRG Paris XII, Polytechnique et l'université de Grenoble-Alpes. Les partenariats sont réalisés pour un quart d'entre eux avec des universités étrangères. Parallèlement les trois quarts des publications sont réalisées en anglais.

Focus méthodologie

Les six dimensions qui permettent de calculer le score global Vigeo Eiris sont :

- ▶ **Business Behavior** : Comportement éthique des entreprises avec notamment les clients et les fournisseurs.
- ▶ **Corporate Governance** : Efficacité et intégrité, garantie d'indépendance et d'efficacité du conseil d'administration, respect des droits des actionnaires.
- ▶ **Community Involvement** : Efficacité, engagement managérial à l'implication communautaire, contribution au développement économique et social des territoires.
- ▶ **Environnement** : Protection, sauvegarde, prévention des dommages à l'environnement.
- ▶ **Human Resources** : Amélioration continue des relations professionnelles, des relations de travail et des conditions de travail.
- ▶ **Human Rights** : Respect de la liberté syndicale, droit à la négociation collective, non-discrimination et promotion de l'égalité.

Vigeo Eiris évalue également le risque RSE autour de quatre catégories :

- ▶ **Le risque réputationnel** : Image de l'entreprise, de son management, de ses actionnaires, de l'attraction de compétences.
- ▶ **Le risque de capital humain** : Qualité du climat social, cohésion, motivation, maintien des talents, de la productivité, de la culture de l'entreprise.
- ▶ **Le risque d'efficacité opérationnelle** : Satisfaction du client, compétitivité des produits, maîtrise des coûts de production, efficacité des processus.
- ▶ **Le risque juridique** : Plaintes, poursuites, amendes, capacité d'anticipation et d'adaptation à la nouvelle législation.

1. La RSE, un objet multidimensionnel contingent

Le concept de RSE est porteur de nombreuses dimensions et chacune d'entre elles peut avoir un sens différent pour les acteurs. Les origines culturelles, les fondements juridiques nationaux, la culture nationale ou encore la langue peuvent expliquer les pratiques RSE des organisations. Ces pratiques et comportements peuvent aussi se lire à la lumière des finalités, parfois opportunistes, visées par les organisations.

a. Les facteurs de contingence identifiés

L'utilisation d'une langue particulière dans les entreprises apparaît comme une variable culturelle clé à même de prédire l'engagement RSE de l'organisation et sa soutenabilité (Liang et al., 2014). En particulier, les langues s'appuyant sur des références à l'avenir¹ obligatoires comme le français, l'anglais ou l'espagnol réduiraient l'importance psychologique du futur et donc l'intérêt des activités orientées vers l'avenir, ce qui pourrait expliquer un intérêt moindre de la RSE pour les organisations utilisant ces langues.

Les pratiques RSE d'une organisation sont également corrélées aux origines du droit de son pays d'attachement (Liang et Renneboog, 2017) : l'implication de l'État dans l'économie, les réglementations concernant les parties prenantes ou encore le risque de contentieux avec les actionnaires peuvent expliquer que les entreprises situées dans des pays de « common law » ont un niveau de RSE inférieur à celui des entreprises situées dans les pays de « droit civil » ; à titre d'illustration, les entreprises scandinaves de « droit civil » affichent un haut niveau de RSE. Mais la question n'est pas si tranchée quand on regarde séparément les différentes dimensions de la RSE : si l'origine du « droit civil »² semble avoir un impact positif dans le domaine des ressources humaines, l'origine de la « common law » influencerait positivement le domaine de la gouvernance d'entreprise et de l'implication de la communauté (Becchetti et al., 2013).

Le comportement socialement responsable d'une entreprise peut également être conditionné par la culture nationale d'une société. En comparant les quatre dimensions majeures de la culture nationale (Hofstede, 1980) avec les différentes dimensions de la RSE il apparaît que

- i) les organisations dans lesquelles les intérêts personnels passent avant les intérêts du groupe, ainsi que celles dans lesquelles il y a une recherche de consensus et d'harmonie, ont une sensibilité plus marquée pour les parties prenantes non financières,
- ii) les organisations à forte distance hiérarchique ainsi que celles exerçant un fort contrôle de l'incertitude affichent un meilleur engagement sociétal,
- iii) les organisations ayant une culture plus tolérante face aux incertitudes privilégient les parties prenantes financières (Girerd-Potin et al., 2015).

La nature du système économique dans lequel l'entreprise est implantée influence également les performances de l'organisation en matière de RSE (Igalens et al., 2008), la performance extra-financière de l'entreprise étant partiellement liée à son appartenance à un système socio-économique identifié (Amable, 2005). Pour chacun de ces modèles de capitalisme, des dimensions particulières de la RSE peuvent être des leviers de performance extra-financière pour les entreprises (Ben Larbi et al., 2017).

Ces différents facteurs de contingence interrogent sur l'existence d'un potentiel chemin de dépendance qui pourrait au final restreindre les « futurs possibles » de la RSE dans les organisations. On peut donc se demander si la RSE deviendra une sorte de responsabilité sociale de fait qui s'imposera efficacement à toutes les entreprises, ou bien au contraire si elle aura tendance à s'imposer comme un simple outil marketing. Plusieurs scénarii sont possibles et les États, par le truchement des réglementations publiques et les coordinations internationales ont une place centrale à occuper dans le développement de la RSE (Bazillier et Vauday, 2014).

1 Futuretime- reference (FTR)

2 Les systèmes juridiques qui reposent sur la « Common law » considèrent les décisions judiciaires comme la principale source de la loi. A contrario, les systèmes basés sur le « droit civil » s'appuient principalement sur le droit codifié.

b. Comportements organisationnels et finalités de la RSE

S'interroger sur l'avenir de la RSE, questionne sur sa finalité. Sur ce point ce sont davantage les finalités en termes de communications qui ont été étudiées.

Il est régulièrement évoqué l'idée que les organisations puissent trouver un intérêt « commercial » à la RSE et fassent davantage le choix de communiquer que de s'engager réellement dans une démarche responsable, on parle alors de greenwashing. Empiriquement, s'il paraît peu soutenable pour une entreprise d'avoir une démarche exclusivement orientée sur la communication, les organisations qui font le choix d'une communication active ne sont pas totalement exemptes de démarche RSE, on peut ainsi parler de "light greenwashing" (Bazillier et Vauday, 2010).

En cherchant à afficher une bonne performance extra-financière, une entreprise multinationale peut aussi faire le choix stratégique de localiser ses activités les plus polluantes dans des pays aux normes environnementales plus faible ce qui peut lui permettre de respecter plus facilement les normes environnementales locales. Il apparaît en effet que les entreprises considérées comme respectueuses de l'environnement se situent plus fréquemment dans les pays où les réglementations environnementales sont moins fortes (Bazillier, et al. 2014 ; Bazillier, et al. 2016).

La communication sociale et environnementale des organisations peut également avoir pour finalité d'influencer le cours de l'action. Des travaux soulignent que l'annonce par les sociétés d'évaluation des performances environnementales et sociales d'une entreprise, qu'elles soient bonnes ou mauvaises, peut entraîner une augmentation du cours de l'action (Cellier et Chollet, 2016).

2. Performance RSE et performance financière

Même si de nombreux travaux mettent en lien RSE et finance, il n'en reste pas moins que le concept de « finance durable », à même de traduire un nouveau paradigme de la finance, en est encore à ses balbutiements (Trébucq, 2013), et la place de la notation extra-financière apparaît comme centrale dans cette démarche. Parmi les questions posées, une a été particulièrement étudiée que ce soit le lien entre la PSE avec la performance financière ou avec les différents types de risques : l'investissement RSE est-il payant ?

a. Liens entre la performance sociale des entreprises et leur performance financière.

La crise financière de 2008 a peut-être été un tournant pour la RSE. Selon que les études se situent avant ou après l'événement, l'évolution des conclusions peut alimenter l'idée d'une prise de conscience ou en tout cas d'une prise en considération accrue de la RSE aussi bien par les entreprises que par les parties prenantes financières.

Dans la littérature consacrée à la RSE, on a pu régulièrement lire l'argument selon lequel la politique RSE d'une entreprise est un moyen de réduire le risque de conflit avec les parties prenantes, mais également que cette politique RSE se fait au détriment de l'intérêt des actionnaires. Cet argument semble aujourd'hui partiellement contredit par les faits. En effet, les organisations ayant les meilleures notations RSE sont également celles qui ont le moins de conflits d'agence si l'on regarde du côté des cash-flows ou les dividendes (Ferrell et al., 2016). Mais s'il existe un lien étroit entre la performance RSE des organisations et leur performance financière sur le marché, cela semble moins vrai en comparant cette même performance RSE avec la performance financière interne, basée sur les informations comptables (Meier et al., 2014). Il semble même qu'il existe une anomalie de prix liée au comportement responsable des entreprises pour les grandes entreprises (Becchetti et al., 2016).

En regardant en détail et en comparant les différentes dimensions de la RSE avec les performances financières des entreprises, il est possible de noter que certaines de ses dimensions contribuent de manière complémentaire (par l'existence de synergies) à la performance financière. C'est le cas de la dimension « comportements responsables envers les employés » avec celle des « comportements responsables envers les clients et les fournisseurs ». Par contre, les « comportements responsables envers l'environnement » auraient tendance à se substituer aux « comportements responsables envers les clients et les fournisseurs », nécessitant ainsi des arbitrages et des compromis entre parties prenantes (Cavaco et Crifo, 2014).

Quatre grands facteurs permettraient d'expliquer les liens entre RSE et performance des organisations. Le contexte macro-économique (notamment la crise de 2008), le type d'activité de l'entreprise (secteur d'activité, réglementations nationales), le type de stratégie RSE mise en œuvre, la complémentarité ou l'arbitrage possible entre les différentes dimensions de la RSE (Cavaco et Crifo, 2015). Il existerait « une prime de complémentarité » en fonction des différentes dimensions de la RSE, ce qui est le cas avec la dimension « ressources humaines » et la dimension « comportement des entreprises envers les clients et les fournisseurs », alors que d'autres dimensions de la RSE peuvent être des substituts relatifs, comme les « comportements environnementaux et commerciaux » (Cavaco et Crifo, 2013).

Les entreprises peuvent donc faire le choix stratégique de développer davantage certaines dimensions de la RSE qui peuvent leur être plus profitables d'un point de vue financier. Certaines combinaisons apparaissant plus pertinentes que d'autres, des travaux soulignent tout l'intérêt pour les organisations à faire coexister des politiques RSE orientées vers la dimension « environnementale » et la dimension « ressources humaines », (Crifo et al, 2016 ; Forget, 2012), dimensions qui apparaissent associées à la maximisation de la valeur pour les actionnaires (Ferrell et al., 2016). D'autres auteurs confirment l'idée que le marché boursier récompenserait les meilleures pratiques RSE des organisations (Cellier et Chollet, 2016) mais ce serait davantage la dimension des « droits de l'homme » qui influençait positivement les rendements boursiers.

b. Liens entre la performance sociale des entreprises et le risque financier.

La question de la performance ne peut pas être détachée de celle du risque financier. Sur ce plan, certains auteurs considèrent qu'il n'existe pas de lien avéré entre la performance sociale et environnementale d'une entreprise et le risque financier de cette entreprise (Meier et al., 2014), alors que d'autres estiment que les entreprises qui ont un engagement social et environnemental plus élevé ont des risques globaux et spécifiques plus faibles ainsi qu'une plus faible volatilité du rendement des actifs (Sandwidi, 2015). Les entreprises ayant des performances extra-financières élevées réduiraient le niveau de risque boursier sur les marchés (mesuré par la Value-at-Risk), contribuant à diminuer la volatilité du titre (Viviani et al., 2017).

Dans le cas des alertes publiées par Vigeo Eiris, en réduisant l'asymétrie l'information avec les investisseurs, ces alertes induiraient une réaction positive du marché boursier (à la première alerte). Dans le cas particulier des alertes environnementales, celle-ci affecteraient négativement le cours de l'action. Globalement, un fort engagement RSE des organisations serait associé à une réduction des risques financiers spécifiques et totaux futurs notamment en termes de volatilité (Sandwidi, 2015).

3. Gouvernance et RSE

L'engagement RSE d'une entreprise résulte le plus souvent des choix et de la volonté de ceux qui la gouvernent. Une série de travaux a analysé plusieurs dimensions qui caractérisent les relations entre gouvernance d'entreprise et RSE, du côté du conseil d'administration et du côté du dirigeant. Ils confirment que la représentation des parties prenantes dans les conseils d'administration peut affecter les investissements dans les différentes dimensions de la RSE.

a. RSE et conseil d'administration

Un premier angle d'analyse de la gouvernance s'intéresse au rôle du conseil d'administration. La composition des conseils d'administration semble pouvoir être reliée aussi bien à la performance financière qu'à la performance RSE de l'organisation concernée (Cavaco et al., 2012). L'indépendance des administrateurs favoriserait une dégradation de la performance économique alors que cette présence d'indépendants dans les conseils d'administration serait favorablement liée à la performance extra-financière des organisations. Les administrateurs indépendants semblent donc être plus attentifs que les administrateurs internes aux conséquences sociales et environnementales de l'activité de l'organisation concernée. D'autres auteurs mettront en avant que l'étude de la relation entre la composition du conseil d'administration et l'engagement RSE de l'entreprise fait ressortir que cet engagement RSE est davantage motivé par la volonté de réduction des conflits avec les parties prenantes (Roudaut, 2015). Mais l'influence du conseil d'administration sur la RSE peut aller au-delà de l'indépendance de ses membres. En effet, la diversité des ressources dont disposent les conseils d'administration peut influencer les pratiques RSE des organisations (Del Vecchio, 2010) : en considérant le conseil d'administration comme un lieu d'apprentissage qui peut aussi être contributeur de ressources, il apparaît que la richesse des réseaux des conseils d'administration est significativement liée à l'adoption de pratiques de gouvernance d'entreprise.

b. RSE et PDG

Un autre angle d'analyse de la gouvernance concerne le PDG. En portant son attention sur d'autres parties prenantes que les actionnaires dans le cadre d'une démarche RSE, le PDG peut favoriser des coalitions avec des parties prenantes à même d'être source de conflits d'intérêts. On pourrait ainsi lire une forme d'instrumentalisation de la RSE par certains dirigeants (comme dans le cas de l'actionnariat dirigeant) et dans leur intérêt (Marais, 2011 ; Meier et Schier, 2017). Pourtant, les dirigeants feraient preuve d'une certaine prudence quant à leur engagement dans une démarche RSE (Marais, 2011) et ne s'engageraient que dans des situations particulières : dans le cas de l'atteinte possible d'une performance financière conséquente par cet engagement, ou dans le cas de pratiques proactives. Cette prudence peut également s'expliquer par la recherche d'une légitimité à cet engagement par les dirigeants. Si, d'un côté, le dirigeant peut chercher à s'enraciner par une démarche opportuniste de développement de la RSE, il apparaît également que le changement de dirigeants est également un moyen de voir la performance RSE d'une organisation s'améliorer à moyen terme (Bernard et al., 2016).

L'étude des pratiques de gouvernance peut aussi apporter des contributions originales. À titre d'exemple, il apparaît que les entreprises qui ont des pratiques de gouvernance davantage orientées vers la protection des droits des actionnaires ont une intensité de recherche-développement plus importante, du moins si l'on regarde du côté des dépenses (Lhuillery, 2009).

4. L'influence de la notation extra-financière

En quoi la performance sociale et environnementale d'une entreprise peut-elle influencer les marchés ? Comment cette information est-elle exploitée ? Quelles en sont les conséquences pour les entreprises ? Les études recensées ici permettent d'apporter des réponses à ces questions.

La notation extra-financière aurait tendance à faire augmenter le prix des titres des entreprises les plus performantes (Dupré et al., 2009). Donc pour un coût de capital inférieur au coût d'une politique RSE, les entreprises auraient tout intérêt à devenir davantage responsables et ainsi profiter de la survalorisation des entreprises éthiques (Girerd-Potin et al., 2007). La diffusion d'informations par les sociétés d'évaluation semble influencer directement les volumes de transactions sur les marchés (Cellier et al., 2016), le volume des transactions diminuant fortement avant les annonces pour augmenter par la suite. Certains types d'informations RSE en particulier ont une influence plus significative dans les choix des investisseurs comme la dimension « ressources humaines » et la dimension « droits de l'homme », alors que la dimension « environnement » semble être sans influence sur les volumes de transactions. L'information extra-financière apparaît d'ailleurs davantage prise en compte par les investisseurs (Bihl, 2010) confirmant ainsi tout l'intérêt de l'évaluation RSE à fournir des informations à valeur ajoutée pour les investisseurs. Dans cette approche, ce serait la dimension « gouvernance » qui retiendrait principalement l'attention des investisseurs.

La notation sociétale et environnementale influence donc le comportement des acteurs financiers. En retour, les investisseurs dans leurs arbitrages peuvent sanctionner certaines organisations et ainsi les contraindre à recourir à d'autres formes de financement comme l'endettement. En effet, les entreprises dont les performances RSE sont les plus faibles recourent davantage à l'endettement (ratio d'endettement supérieur ou en croissance) afin de contourner les éventuelles sanctions des marchés financiers (Girerd-Potin et al., 2011). A contrario, les entreprises ayant une performance RSE élevée réduisent fortement la maturité de leur dette par la substitution des capitaux propres à la dette à long terme (Benlemlih, 2015). Ces mêmes entreprises offrirait une rémunération du capital investi supérieure et plus stable dans le temps alors que les entreprises de moindre performances extra-financière auraient tendance à davantage ajuster le montant des dividendes (Benlemlih, 2015). Si l'on décompose la performance RSE dans ses principales dimensions, les investisseurs peuvent attendre pour chacune d'entre elles une prime de risque additionnelle pour un investissement dans une entreprise non performante en RSE (Girerd-Potin et al., 2014) augmentant ainsi pour ces entreprises le coût des fonds propres. Si les petites entreprises les plus performantes sont récompensées, ce sont les grands acteurs les moins performants qui sont sanctionnés par les investisseurs.

En facilitant les décisions d'investissement, les évaluations RSE peuvent aider les investisseurs à équilibrer leur profil de risque (Drut, 2010) et les entreprises les plus performantes sur le plan extra financier représentent donc un risque plus faible pour les investisseurs (Benlemlih, 2015), la performance RSE étant négativement corrélée avec les risques systématiques (de marché) et les risques spécifiques (d'entreprise) (Benlemlih et Girerd-Potin, 2014). Toutes les dimensions de la RSE n'ont cependant pas la même influence sur les risques financiers : la dimension « ressources humaines » influencerait négativement les différents risques alors que dimension « environnementale » et « droits de l'homme » seraient sans influence (Benlemlih et Girerd-Potin, 2014).

Conclusion

La base de données Vigeo Eiris a été pour la recherche académique une source importante de données nécessaires pour mener les études empiriques permettant de confirmer ou d'enrichir de nombreux arguments théoriques.

La prise en compte progressive des questions éthiques par la finance a dans un premier temps été considérée comme un sacrifice financier que devaient consentir les investisseurs (Dupré et al., 2002), ceux-ci pouvant espérer contribuer à une amélioration sociale pour un coût qu'ils chercheraient à minimiser. Cette thèse du sacrifice financier auquel devrait adhérer l'investisseur s'est progressivement trouvée complétée par celle de la prise en compte d'un facteur de risque (d'irresponsabilité) dont l'investisseur attend en retour une rémunération (Girerd-Potin et al., 2006). Aujourd'hui, la question posée en d'autres termes est de savoir si les investissements socialement responsables affichent de meilleures performances financières. La question n'est pas encore tranchée (Rivelli et Vivani, 2015). Plusieurs concepts aux fondements théoriques différents se chevauchent (ISR et performance extra-financière) dans un univers toujours en structuration (RSE) et les outils classiques de l'analyse financière peuvent donc se trouver en partie encore peu adaptés (manque d'anticipations rationnelles, inefficience des marchés...).

Dans ce contexte, l'évaluation de la performance extra-financière nécessite de pouvoir s'appuyer sur les critères solides comme base de notation de manière, à ce que les utilisateurs des informations puissent savoir à quoi s'en tenir. Aujourd'hui, si les principales agences de notation s'accordent sur ce que doivent être les pires performances environnementales, il n'y a contrario pas d'accord quant à ce qu'est une entreprise « socialement » performante. Il y a donc une nécessité pour les sociétés d'évaluation extra-financière à expliciter les critères d'évaluation et leurs fondements théoriques (Hedesström et al., 2011).

Du côté des organisations, même si les structures financières sont encore peu influencées par les notes extra-financières (Girerd-Potin et al., 2008), des liens semblent aujourd'hui établis entre comportements organisationnels liés à la RSE et performances de l'entreprise que ce soit au niveau financier, en termes de légitimité ou encore au niveau de sa gouvernance. Les travaux ici présentés permettent à la fois de mieux expliquer les mécanismes et les contraintes qui guident les choix, ainsi que les conséquences qui en résultent pour l'organisation ou pour les marchés. Mais, si de nombreux liens ont été mis en évidence, il n'en reste pas moins que leur solidité reste à être éprouvée dans la durée. En effet, les évolutions de perceptions de la RSE et de ses finalités, les changements rapides du contexte organisationnel comme avec la crise de 2008, ou encore l'évolution des attentes des parties prenantes ou du cadre légal dans lequel agissent les organisations, rendent le terrain d'étude particulièrement mouvant pour les chercheurs.

Une autre piste pour la recherche serait d'enrichir le travail d'analyse selon deux axes. Le premier consiste à approfondir le niveau d'analyse au plus petit niveau de détail possible pour chacune des dimensions de la RSE, dimensions qui ne sont par ailleurs pas figées dans le temps et qui peuvent évoluer (à titre d'exemple, on peut se demander s'il serait intéressant de faire apparaître la santé psychosociale ou la qualité de vie au travail des salariés dans les évaluations RSE d'une entreprise). Le deuxième axe de travail possible concerne le lien entre les données RSE fournies par l'agence de notation et l'interprétation qui peut en être faite. On a pu voir l'influence des données extra-financières sur le comportement de la plupart des parties prenantes, des variations des marchés boursiers jusqu'aux comportements opportunistes des PDG. Si jusqu'à aujourd'hui les travaux ont permis d'expliquer de nombreuses relations supposées, on peut imaginer que nous soyons aujourd'hui arrivés à un plateau traduisant une forme de maturité sur ces questions et que pour dépasser ce plafond invisible, des démarches de recherche plus compréhensives seraient une piste. Autrement dit, il faudrait enrichir les méthodologies quantitatives avec des données qualitatives qu'il reste à capter.

Parmi les différentes thématiques présentées ici, une a été relativement peu étudiée en dehors des travaux de P. Crifo (Crifo et al, 2015), elle concerne la notation sociale des pays. Cette thématique peut pourtant ouvrir vers plusieurs axes de recherche à développer.

Ce travail aura donc permis de souligner à quel point la RSE est un concept vivant, toujours en construction, et autour duquel s'agrège de nombreux concepts comme le risque, la(les) performance(s), ou encore l'investissement avec des interactions pas toujours intuitives et parfois insoupçonnées. Les conclusions à ces travaux appellent à plusieurs prolongements dont les problématiques concernent aussi bien les chercheurs que les praticiens, des dirigeants aux gestionnaires de risques.

Références

- Bazillier, R., & Vauday, J. (2009). The greenwashing machine: is csr more than communication. Congrès RIODD
- Bazillier, R., & Vauday, J. (2010). Greenwashing and CSR. Corporate Social Responsibility: from compliance to opportunity", P. Crifo et J.-P. Ponsard (Eds.) Éditions de l'École Polytechnique.
- Bazillier, R., & Vauday, J. (2014). CSR into (new) perspective. Foresight, 16(2), 176-188.
- Bazillier, R., Hatte, S., & Vauday, J. (2013). Environmental Responsibility and FDI: Do Firms Relocate Their Irresponsibilities Abroad?. Working Paper.
- Bazillier, R., Hatte, S., & Vauday, J. (2014). La RSE influence-t-elle le choix de localisation des firmes multinationales? Le cas de l'environnement. Revue d'économie industrielle, (4), 383-409†
- Bazillier, R., Hatte, S., & Vauday, J. (2016). Are environmentally responsible firms less vulnerable when investing abroad? The role of reputation. Journal of Comparative Economics, 1-24.
- Bazillier, R., Hatte, S., & Vauday, J. (2016). Is Reputation at Stake When Environmentally Responsible Multinationals Invest Abroad? An Empirical Investigation (No. 2315). Orleans Economics Laboratory/ Laboratoire d'Economie d'Orleans (LEO), University of Orleans.
- Becchetti, L., Ciciretti, R., & Conzo, P. (2013). The legal origins of corporate social responsibility.
- Becchetti, L., Ciciretti, R., & Dalo, A. (2016). Fishing the Corporate Social Responsibility Risk Factors.
- Benlemlih, M. (2014). The double edged sword of corporate social responsibility: mechanisms to sustain shareholders' wealth and avoid social overinvestment, thèse de doctorat, Grenoble.
- Benlemlih, M., & Girerd-Potin, I. (2014). Does corporate social responsibility affect firm financial risk? Evidence from international data. In Financial Management Association European Conference (FMA) (pp. 11-13).
- Bernard, Y., Godard, L., & Zouaoui, M. (2015). Effet des changements de dirigeant sur la performance RSE des entreprises cotées. Le cas français (1999-2011 (No. 1150105). Université de Bourgogne-CREGO EA7317 Centre de recherches en gestion des organisations.
- Bernard, Y., Godard, L., & Zouaoui, M. (2016). The Effect of CEOs' Turnover on the Corporate Sustainability Performance of French Firms. Journal of Business Ethics, 1-21.
- Bihl, M. H. (2010). L'intégration de la responsabilité sociale de l'entreprise et des informations extra-financières par le marché financier, thèse de doctorat, Grenoble.
- Boudt, K., Cornelissen, J., & Croux, C. (2012). The sustainability of mean-variance and mean-tracking error efficient portfolios.
- Cavaco, S., & Crifo, P. (2013). The CSR-firm performance missing link: Complementarity between environmental, social and business behavior criteria?.
- Cavaco, S., & Crifo, P. (2013). The CSR-firm performance missing link: Complementarity between environmental, social and business behavior criteria?.
- Cavaco, S., & Crifo, P. (2014). CSR and financial performance: complementarity between environmental, social and business behaviours. Applied Economics, 46(27), 3323-3338.
- Cavaco, S., & Crifo, P. (2015). La responsabilité sociale et la performance des entreprises, Rapport d'étude pour CFE-CGC.
- Cavaco, S., Challe, E., Crifo, P., & Rebérioux, A. (2012). Conseil d'administration et performance des sociétés cotées. Rapport pour l'Institut CDC pour la Recherche.
- Cellier, A., & Chollet, P. (2012). Corporate Social Responsibility Rating Information: Relevance and Impacts on Financial Markets. In Board Directors and Corporate Social Responsibility (pp. 179-201). Palgrave Macmillan UK.
- Cellier, A., & Chollet, P. (2016). The effects of social ratings on firm value. Research in International Business and Finance, 36, 656-683.
- Cellier, A., Chollet, P., & Gajewski, J. F. (2016). Do Investors Trade around Social Rating Announcements?. European Financial Management, 22(3), 484-515.
- Chollet, P., & Sandwidi, B. W. (2016). L'impact sur les marchés financiers européens de la diffusion d'alertes sociétales et de leurs événements déclencheurs. Finance Contrôle Stratégie, (19-2).
- Crifo, P., Diaye, M. A., & Ouéghlissi, R. (2015). Measuring the effect of government ESG performance on sovereign borrowing cost.
- Crifo, P., Diaye, M. A., & Pekovic, S. (2016). CSR related management practices and firm performance: An empirical analysis of the quantity-quality trade-off on French data. International Journal of Production Economics, 171, 405-416.
- Del Vecchio, N. (2010). Réseaux de conseils d'administration et adoption de pratiques de gouvernance d'entreprise. Revue française de gestion, (3), 145-161.
- Développement Durable des entreprises européennes, une étude des pressions exercées par les Etats et l'opinion publique
- Drut, B. (2010). Sovereign bonds and socially responsible investment. Journal of Business Ethics, 92, 131-145.
- Dupré, D., Girerd-Potin, I. & Kassoua, R. (2004), 'Adding an ethical dimension to portfolio management', Finance India 18 (Special Issue), 625-642.
- Dupré, D., Girerd-Potin, I., & Kassoua, R. (2002). Intégrer la dimension éthique dans gestion quantitative de portefeuille. Economica, Paris.
- Dupré, D., Girerd-Potin, I., Jimenez-Garcés, S., & Louvet, P. (2006). Les investisseurs paient pour l'éthique: conviction ou prudence, Banque & marchés, 84.
- Dupré, D., Girerd-Potin, I., Jimenez-Garcés, S., & Louvet, P. (2009). Influence de la notation éthique sur l'évolution du prix des actions. Revue économique, 60(1), 5-31.
- Ferrell, A., Liang, H., & Renneboog, L. (2016). Socially responsible firms. Journal of Financial Economics, 122(3), 585-606.
- Forget, V. (2012). Can Private Equity Funds Foster Corporate Social Responsibility? (Doctoral dissertation, Ecole Polytechnique X).
- Forget, V. (2012). Doing well and doing good: a multi-dimensional puzzle, Cahier de recherche de l'école polytechnique 2012-04.
- Girerd-Potin, I., Garcés-Jimenez, S., & Louvet, P. (2007). L'arbitrage peut-il supprimer la survalorisation des firmes éthiques ? Gouvernance et juridicompabilité, Genève.
- Girerd-Potin, I., Jimenez-Garcés, S., & Louvet, P. (2011). The link between social rating and financial capital structure. Finance, 32(2), 9-52.
- Girerd-Potin, I., Jimenez-Garcés, S., & Louvet, P. (2014). Which dimensions of social responsibility concern financial investors?. Journal of Business Ethics, 121(4), 559-576.

Girerd-Potin, I., Louvet, P., & Garces-Jimenez, S. (2008). Relation entre notation sociale et structure financière des entreprises: une étude empirique. Cahier de recherche

Hedesström, M., Lundqvist, U., & Biel, A. (2011). Investigating consistency of judgement across sustainability analyst organizations. *Sustainable Development*, 19(2), 119-134.

Igalens, J., & Gond, J. P. (2005). Measuring corporate social performance in France: A critical and empirical analysis of ARESE data. *Journal of Business Ethics*, 56(2), 131-148.

Igalens, J., Déjean, F., & El Akremi, A. (2008). L'influence des systèmes économiques sur la notation sociétale. *Revue française de gestion*, (3), 135-155.

Lhuillery, S. (2009). The impact of corporate governance practices on R&D intensities of firms: An econometric study on French largest companies, Annual Meeting IRLM, Lugano.

Liang, H., & Renneboog, L. (2017). On the foundations of corporate social responsibility. *The Journal of Finance*, 72(2), 853-910.

Liang, H., Marquis, C., Renneboog, L., & Sun, S. L. (2014). Speaking of corporate social responsibility. Working Paper.

Meier, O. & Schier, G. (2017), L'influence de l'actionnariat du dirigeant sur la Responsabilité Sociale des Entreprises, *Comptabilité, Contrôle, Audit*, 23(3), 97-134.

Roudaut, G. (2015). Corporate governance and firm performance: the sustainability equation? (Doctoral dissertation, Ecole Polytechnique; Laboratoire d'économétrie, PREG-CECO).

Sandwidi, B. (2015). Responsabilité sociale et risque financier de l'entreprise (Doctoral dissertation, Paris Est).

Trébuçq, S. (2013). Une exploration autoethnographique de la finance durable. *Gestion* 2000, 30(6), 17-37.

Viviani, J.-L., Revelli, C. & Fall, M. (2017). The effects of CSR on Risk Dynamics and Risk Predictability: A Value-At-Risk Perspective. Site Vigeo Eiris-Eiris.