



HAL
open science

La gouvernance responsable, moyen d'assurer une performance financière en période de crises et post-crise ?

Abderrahman Jahmane, Mahrane Hofaidhllaoui, Anis Ben Ali

► To cite this version:

Abderrahman Jahmane, Mahrane Hofaidhllaoui, Anis Ben Ali. La gouvernance responsable, moyen d'assurer une performance financière en période de crises et post-crise?. *Management & sciences sociales*, 2021, *Manager en temps de crise : performances et mutations*, 31, pp.4-21. hal-03767443

HAL Id: hal-03767443

<https://hal.science/hal-03767443>

Submitted on 1 Sep 2022

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

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

Copyright

La gouvernance responsable, moyen d'assurer une performance financière en période de crises et post-crise ?

Abderrahman Jahmane

Enseignant-Chercheur, IPAG Business School, Chargé de mission scientifique,
Chaire IPAG «Entreprise Inclusive»
a.jahmane@ipag.fr

Mahrane Hofaidhllaoui

Professeur HDR, ESSCA School of Management, Département Management et environnement
de l'entreprise
mahrane.hofaidhllaoui@essca.fr

Anis Ben Ali

Enseignant-Chercheur, Time Business School Tunis
benalianis6@gmail.com

Dans ce papier nous examinons l'influence de la gouvernance sur la performance financière des 39 entreprises cotées en bourse CAC 40 en mars 2019. Nous analysons comment la performance sociale, gouvernementale et environnementale, ne peuvent pas exister sans la performance financière et économique.

Le modèle d'analyse des données est appliqué pour la période d'étude de 2002 à 2017, période connue par des crises bancaires et financières. Nos résultats, en utilisant la méthode de Moindre Carré Ordinaire (MCO) et la régression multiple avec une validation finale du modèle de recherche à l'aide des équations structurelles, indiquent qu'il y a des liens négatifs mais non significatifs entre la gouvernance et la performance financière mesurée par ROA et ROE. Mais ce lien est positif significatif pour une mesure à l'aide de Tobin's Q comme indicateur. À travers nos trois modèles testés et validés, on peut prévoir et gérer le lien entre une gouvernance responsable et durable et la performance financière en période de crise et post-crise.

Mots clés : Gouvernance, Performance financière, ROA, ROE, Tobin's Q.

In this paper we examine the influence of governance on the financial performance of the 39 publicly traded companies CAC 40 in March 2019. We analyze how social, governmental and environmental performance cannot exist without financial and economic performance.

The data analysis model is applied for the study period 2002 to 2017, a period of banking and financial crises. Our results, using the Lesser Square Ordinary (LSO) method and multiple regression with a final validation of the research model using structural equations, indicate that there are negative but not significant links between governance and financial performance measured by ROA and ROE. But this link is significant positive for a measure using Tobin's Q as an indicator. Through our three tested and validated models, we can predict and manage the link between responsible and sustainable governance and financial performance in times of crisis and post-crisis.

Keywords: Governance, Financial performance, ROA, ROE, Tobin's Q.

Introduction

Les organisations d'aujourd'hui doivent rester vigilantes et anticiper pour mieux s'adapter aux événements imprévus, tels que les crises externes, qui créent une incertitude accrue au sein de leur personnel et constituent des menaces immédiates pour les performances et la viabilité des organisations. Face à la pandémie de COVID-19, les entreprises cherchent à s'adapter rapidement, tout en manœuvrant du mieux possible face aux défis financiers et opérationnels qui se dressent sur leur route...

Depuis la loi n° 2001-420 relative aux nouvelles régulations économiques avec l'obligation de l'ensemble des entreprises cotées en Bourse de publier annuellement un rapport extra-financier, on est schématiquement passé d'une représentation financière de la performance de l'entreprise à des notions plus globales incluant des dimensions environnementales, sociales et de gouvernance (Said *et al.*, 2003 ; Gomes *et al.*, 2004 ; Yang et Baasandorj, 2017 ; Ben Lahouel *et al.*, 2019 ; Bruna et Ben Lahouel, 2021). Dans le sens également d'une certaine complémentarité entre les indicateurs de performance financière et non financière, la durabilité de la performance de l'entreprise suppose la considération de l'intérêt d'une prise en compte hiérarchisée des parties prenantes (internes, externes et désormais les générations futures) (Jahmane, 2012, p.118 ; Bruna, 2020). La performance ne saurait donc se mesurer uniquement par le résultat financier et la maximisation de la valeur pour l'actionnaire, mais doit intégrer, dans sa construction comme dans sa récom-pense, les autres acteurs de l'entreprise.

En ce sens, la place de la RSE ne fait que s'accroître et être au cœur des préoccupations des organisations et des académiques. Suivant Brédart *et al.*, (2019), sur le plan socio-économique, cette inspiration se matérialise sous la forme de nouveaux outils d'audit social, de reporting et de communication, tandis que sur le plan recherche et académique, l'intérêt porte notamment sur le développement de concepts tels que la performance sociale ou les Stakeholders (Acquier et Aggeri, 2007). Dans le même temps, « *la responsabilité sociale des entreprises semble de plus en plus constituer un élément de rhétorique impor-*

tant, tant chez les chercheurs que chez les praticiens » (Poissonnier, 2017, p. 30). L'intérêt porté par les organisations à leurs « *stakeholders* », est ainsi très marqué et contribue à la structuration d'une moderne gouvernance (Albouy, 2006 ; Cadet, 2014), en s'appuyant sur de nouvelles stratégies et des pratiques managériales (Martinet et Reynaud, 2015). Ces évolutions de la gouvernance de l'entreprise se traduisent par des multiples pressions actionnariales dans les entreprises, finissent par redéfinir les pratiques managériales et structurer les organisations elles-mêmes, tant en interne qu'en contexte inter-organisationnel (Poissonnier, 2017). Pour Charreaux (1997, p. 421), la gouvernance des entreprises recouvre « *l'ensemble des mécanismes organisationnels qui ont pour effet de délimiter les pouvoirs et d'influencer les décisions des dirigeants, autrement dit, qui gouvernent leur conduite et définissent leur espace discrétionnaire* ». Pour Shleifer et Vishny (1997, p. 737), la gouvernance correspond, en effet, aux moyens par lesquels « *les apporteurs de ressources financières s'assurent d'un retour sur leur investissement [... et s'assurent] que les dirigeants ne volent pas le capital* ».

Dès lors, la responsabilité des entreprises s'élargit, elle ne se limite plus aux seuls actionnaires, mais intègre d'autres parties prenantes à savoir les associations, ONG, syndicats, clients, fournisseurs... (Freeman, 1984 ; Donaldson et Preston, 1995 ; Said *et al.*, 2003 ; Cazal, 2006 ; Yang et Baasandorj, 2017 ; Jahmane et Gaies, 2020...). Ces nouveaux acteurs exigent d'être entendus et cette écoute devient une cible vitale pour la performance et la pérennité des entreprises (Kaplan et Norton, 1992 ; Frigo, 2002 ; Jahmane, 2012 ; Jahmane et Gaies, 2020). À présent, la pérennité des entreprises ne dépend plus uniquement de l'aspect financier de leurs activités, mais également de la manière dont elles se conduisent (Jahmane, 2012). Dès lors, les entreprises doivent mesurer leurs développements à partir d'une performance plus globale incluant, en dehors de la dimension financière et économique, des dimensions gouvernementales, sociales et environnementales.

Par conséquent, les activités de RSE non seu-

lement créent un capital de réputation, mais accroissent également la confiance du public (Bruna et Nicolò, 2020), entraînant une réaction positive du marché vers une amélioration de la performance financière (Fombrun et al., 2000 ; Roberts et Dowling, 2002). Les entreprises qui s'engagent dans les activités environnementales et sociales génèrent une augmentation positive significative de la performance et des rendements boursiers plus importants (Von Arx et Ziegler, 2014). Les entreprises engagées dans des activités de RSE sont prudentes et respectent bien les normes internationales pour répondre aux attentes des actionnaires (Kim et al., 2013). L'analyse des ratios financiers est ainsi, primordiale puisqu'elle offre la possibilité, à l'entreprise, d'élaborer des stratégies adéquates à sa situation (maintien, relance, ou changement) (Morin et al., 1994).

À travers ce papier, nous avons choisi de centrer nos propos sur la problématique suivante : quelle est l'influence d'une gouvernance responsable sur la performance financière des entreprises cotées en bourse CAC 40 en mars 2019 ? Le modèle à effet fixe de l'analyse des données est appliqué pour la période d'étude de 2002 à 2017. Pour répondre à notre problématique, après une revue de littérature sur les concepts étudiés, nous réalisons une analyse statistique de notre modèle de recherche. Une discussion décrypte les résultats obtenus avant de conclure par les apports académiques et managériaux ainsi que, les éventuelles pistes de recherche envisageables.

Cadre théorique

La littérature et les recherches récentes sur la gouvernance d'entreprise (Larcker et al., 2007 ; Krafft et al., 2011 ; Pluchart, 2013 ; Louizi et Kammoun, 2016 ; Jo et al., 2016 ; Poissonnier, 2017 ; Brédart et al., 2019) ont progressé dans deux directions complémentaires. D'une part, les études théoriques et conceptuelles de la gouvernance d'entreprise se sont développées, principalement sur des bases de théorie de l'agence privilégiant les principes de la gouvernance pour l'actionnaire comme modèle fiable et de référence. D'autre part, des recherches empiriques ont

cherché à proposer des mesures crédibles et des scores pertinents destinés à garantir l'efficacité de la gouvernance et la performance des firmes sur les marchés financiers (Krafft et al. (2011). Alors que ces indicateurs de « bonne gouvernance » font l'objet de nombreuses critiques, la mesure fiable de la qualité de la gouvernance prend en compte généralement plusieurs critères. La gouvernance d'entreprise est actuellement au cœur « d'un débat plus général sur les évolutions du capitalisme : s'opposent généralement deux logiques, l'une qui rassemble les partisans d'une vision actionnariale de la firme (centrée sur la shareholder value), l'autre, les promoteurs d'une démarche partenariale (stakeholder value) » (Persais, 2013, p. 70).

Afin de comprendre les caractéristiques actuelles de la gouvernance dans les grandes entreprises et leurs impacts sur la performance financière, on fait référence à la théorie des parties prenantes (Bruna, 2020 ; Bruna et al., 2016 ; Peretti et Igalens, 2016) tout d'abord pour repérer les parties dont les intérêts sont fortement liés aux entreprises en question. Suivant Albouy (2006, p. 148) « l'approche stakeholders value aurait pour principal mérite d'obliger le management de l'entreprise à considérer les principales décisions de l'entreprise dans un cadre beaucoup plus large en prenant en compte non seulement les intérêts des actionnaires, mais également ceux des clients, des créanciers, des fournisseurs, des salariés et des pouvoirs publics ».

La théorie des parties prenantes propose d'élargir la vision contractuelle de la firme qui peut être présentée comme un nœud de contrats entre le dirigeant et les parties prenantes (Hill et Jones, 1992). Pour Hill et Jones (1992), la théorie des parties prenantes peut s'apparenter à une théorie de l'agence généralisée dans laquelle le dirigeant devient l'agent d'un ensemble de principaux, en l'occurrence des actionnaires et des parties prenantes.

C'est notamment par la mise en œuvre de la Responsabilité Sociétale de l'Entreprise (RSE) que le dirigeant parviendrait à équilibrer les intérêts multiples et divers en jeu (Gill, 2006). Une entreprise pour laquelle la responsabilité sociale et le développement durable, l'endo-

généralisation de l'éthique, etc. ne se réduisent pas à de la rhétorique mais constituent le vecteur comme le produit d'une politique générale ambitieuse (Martinet, 2008).

En légitimant les intérêts de diverses parties prenantes, cette théorie a contribué à la prise de conscience par les entreprises de l'obligation de dépasser la simple réponse aux demandes des actionnaires pour intégrer celle d'autres acteurs tels que les collaborateurs (Bruna et Nicoló, 2020), les pouvoirs publics, les ONG, les clients ou les fournisseurs... (Naszályi et Slama-Royer, 2016). Ces parties prenantes sont ainsi « *soumises à de nouvelles responsabilités qui contribuent à un élargissement de la notion de performance, dépassant désormais largement sa seule acception financière et donnant naissance à des outils de mesure de seconde génération* » (Poissonnier (2017, p. 31) comme le « prisme de performance » (Neely *et al.*, 2002).

Le cadre d'analyse que fournit cette approche ne s'accommode que d'une conception élargie de la gouvernance de l'entreprise, cette dernière mettant aux prises les dirigeants avec les parties prenantes les plus diverses, dont les attentes présentent une grande hétérogénéité.

Dans ce sens, suivant Poissonnier (2017), « *l'étude de la littérature suggère qu'il existerait deux types de canaux contribuant à la transmission des pressions issues de la gouvernance au fonctionnement de l'entreprise. L'émergence de la valeur actionnariale comme critère de performance privilégié, ainsi que les évaluations des entreprises par des ONG structurent le contrôle organisationnel en jouant à la fois sur les stratégies et sur la nécessité pour les entreprises de se rendre "auditables"* » (p. 32).

Au niveau performance financière, « *la mesure de la création de la richesse nécessite de définir précisément ce que l'on entend par « rentabilité des capitaux investis », et « coût du capital » et comment on peut estimer ces grandeurs en pratique* » (Albouy, 2006, p. 141).

Dès lors, il est possible de rendre compte des évolutions récentes dans le domaine de

la gouvernance en soulignant d'une part, le renforcement des attentes des actionnaires, ainsi que des moyens à leur disposition pour faire valoir ces attentes et d'autre part, l'émergence de pressions sociétales nouvelles prenant corps sous la forme d'ONG internationales, réactivant les débats relatifs à la conception de la performance dans les entreprises, opposant les tenants de la conception actionnariale à ceux de la conception partenariale qui intègre les intérêts élargis des parties prenantes (Cadet, 2014 ; Marais, 2014).

En consultant les premières contributions de la théorie de l'agence (Jensen et Meckling, 1976 ; Fama, 1980 ; Fama et Jensen, 1983), la prise en compte de l'impact de la gouvernance d'entreprise sur la performance, sur les marchés, et non plus seulement sur des gains d'efficacité interne, apparaît avec l'émergence de la théorie de la valeur actionnariale, qui codifie la relation entre actionnaires et dirigeants (Jensen, 2002). Ainsi, un certain nombre de cabinets de consultants ont tenté de traduire les principes de la théorie de l'agence en termes d'indicateurs opérationnels. « *C'est alors qu'apparaissent les mesures de l'impact de la bonne gouvernance sur la valeur des actions de l'entreprise, telles que Shareholder Value Criteria de McKinsey, Total ShareReturn et Total Business Return du Boston Consulting Group ou Economic Value Added et Market Value Added de Stern Stewart. Des classements à destination des investisseurs sont alors développés en fonction de la manière dont les entreprises répondent à ces critères* » (Krafft *et al.*, 2011. p. 148).

La gouvernance comme levier de la RSE

Gouvernance et RSE sont des concepts étroitement liés, ils possèdent en effet la même base fondamentale : le système de valeurs de l'entreprise (Khanchel, 2013). C'est notamment par l'intermédiaire de son système de gouvernance que l'entreprise peut s'inscrire dans une démarche RSE en combinant aux objectifs économiques des préoccupations sociales et environnementales (Pérez, 2005 ; Ntim et Soobaroyen, 2013 ; Shin *et al.*, 2015). Dans ce sens Khanchel (2013) a démontré que la gouvernance est un facteur qui permet de

discriminer les entreprises selon les pratiques de RSE mises en place. Le développement durable constitue ainsi une préoccupation majeure de la gouvernance d'entreprise moderne (Sahut *et al.*, 2012).

Alors que la plupart des études réalisées sur l'impact de la gouvernance sur la RSE concluent à un effet positif de cette dernière, certaines aboutissent au constat selon lequel la qualité de la gouvernance exerce une influence négative sur les investissements en RSE, puisque celle-ci considérée par les actionnaires comme potentiellement accompagnée de bénéfices privés au profit des dirigeants (Chintrakarn *et al.*, 2016). Suivant les travaux de Brédart *et al.* (2019), parmi les modalités d'organisation de la gouvernance, le conseil d'administration et ses différentes caractéristiques (taille, composition, etc.) jouent un rôle essentiel dans la relation complexe entre gouvernance et RSE.

En effet, suivant Brédart *et al.* (2019, p. 295), différents courants théoriques, liés à la gouvernance d'entreprise, positionnent cette dernière comme déterminant de la RSE : l'approche contractuelle partenariale, l'approche cognitive et l'approche organisationnelle. Tout d'abord, l'approche contractuelle partenariale, qui repose sur l'entreprise pluraliste ouverte sur ses parties prenantes (par opposition à l'entreprise centrée sur les actionnaires), implique de considérer la capacité du système de gouvernance à reconnaître les attentes de l'ensemble des partenaires (au-delà des salariés comme la théorie du contrat psychologique le suggère, et y compris la société en vertu de la théorie du contrat entreprise-société (Khanchel, 2013) et, ainsi, à créer de la valeur partenariale au sens large (Pluchart, 2013 ; Shin *et al.*, 2015 ; Jo *et al.*, 2016). Dans un tel cadre de gouvernance, la RSE est un levier évident pour véhiculer ce modèle partenarial. Khanchel (2013), Yoshimori (1995) et Blair (1995) opposent le concept d'« entreprise pluraliste » (ou de « firme plurielle ») ouverte sur ses parties prenantes, à celui d'« entreprise moniste » centrée sur ses porteurs du fond. Ils distinguent deux référentiels, respectivement financier (l'entreprise est définie comme un « nœud de contrats ») et « durable » (l'entreprise est représentée ainsi, comme une « communauté de pra-

tiques »). Cette représentation pluraliste de la firme implique une redéfinition de la théorie de la création de valeur.

Charreaux et Desbrières (1998) supposent que les relations entre l'entreprise et les parties prenantes ne soient pas simplement contractuelles, mais également durables et co-construites dans le temps et dans l'espace. Ils recommandent d'évaluer le système de gouvernance en fonction de sa capacité à créer de la valeur partenariale et à réduire les pertes de valeur dues aux conflits entre les parties prenantes.

Ensuite, l'approche cognitive de la gouvernance conduit à identifier et à développer les compétences et les connaissances des administrateurs et des dirigeants. Or, suivant Pluchart, (2013), la capacité d'apprendre et la spécificité des connaissances ont été considérées comme à l'origine de la croissance durable. Aoki (1984) considère la firme comme étant une « *combinaison durable de ressources spécifiques* » et la gouvernance comme un « *système de contrôle des schémas d'informations et de décisions partagées entre les différents membres de l'entreprise* ». Del Vecchio (2010) indique que la gouvernance d'entreprise, en favorisant l'apprentissage collectif des connaissances spécifiques que nécessite la RSE, peut ainsi apparaître comme un levier de la RSE.

Enfin, l'approche organisationnelle de la gouvernance d'entreprise met l'accent sur les modalités d'organisation du système de gouvernance comme moteur de la création de valeur durable, impliquant la mise en œuvre de principes de RSE (Pluchart, 2013). Alors que Hart et Moore (1990) estiment que c'est le « système de gouvernance » qui doit assurer « *l'alignement de la capacité à combiner des ressources sur la création de valeur durable* ».

Cet alignement est menacé par les « conflits cognitifs », qui peuvent intervenir entre les administrateurs et/ou les dirigeants lors de la sélection des opportunités d'investissements, notamment pour « des raisons d'équité et d'éthique », Charreaux (1997) privilégie les approches cognitives et positives de la gouvernance, qui visent notamment à identifier et à développer les compétences et les

connaissances exigées des administrateurs et des dirigeants pour stimuler et orienter le processus créatif et la pro-activité de l'entreprise.

Alors qu'il « *revient au dirigeant de chercher à concilier les demandes, attentes, exigences des multiples partenaires en présence, ceci quelle que soit leur nature (intérêts économiques et financiers, éthiques, environnementaux, sociaux, humains)* » (Persais, 2013, p. 73), Jensen et Meckling (1976) conseillent d'organiser le système de gouvernance en prenant en compte l'inertie de l'organisation, qui freine l'adaptation de la firme à son environnement (Pluchart, 2013).

Les notations

Depuis l'émergence de la notion de la gouvernance d'entreprise dans les années 1990, les méthodologies de notation de la qualité des systèmes de gouvernance d'entreprise (SGE par la suite) ont pour objectif d'estimer la prime de risque spécifique s'y rattachant. Selon Bessire *et al.* (2009), les agences de notation agissent comme un tiers qui est susceptible de permettre de sortir des conflits d'intérêts opposant les différentes parties prenantes (Lordon, 2000 ; Ortiz, 2014 ; Martin, 2016).

Larcker *et al.* (2007) ont étudié les critères d'évaluation de la qualité de la gouvernance d'entreprise en utilisant la méthode d'analyse en composantes principales (ACP). Enfin, Dey (2008) a examiné les facteurs de gouvernance d'entreprise dans le contexte des coûts d'agence en appliquant un ACP sur 22 variables de gouvernance. Sept composantes principales représentant les mécanismes de gouvernance internes et externes ont été identifiées. L'auteur considère la méthode d'ACP comme étant l'outil le plus approprié pour la construction d'un score de gouvernance d'entreprise, en identifiant les variables de gouvernance les plus corrélées.

Standard & Poor's (S&P) a été l'une des premières agences à s'intéresser à l'évaluation de la qualité des SGE en développant un service de notation spécifique. « *S&P compte parmi les premiers organismes ayant calculé un*

score de gouvernance d'entreprise, dont l'indice est fondé sur la transparence et la bonne divulgation des informations » (Louizi et Kammoun, 2016, p. 151). En parallèle, des nouvelles agences ont été créées pour évaluer la qualité de la gouvernance d'entreprise telles que RiskMetrics / Institutional Shareholder Services (RM / ISS) et Governance Metrics International (GMI). À titre d'exemple, Krafft *et al.* (2011) ont choisi pour leur étude empirique la base de données RiskMetrics / International Shareholder Services (RM/ISS). Suivant ces auteurs, c'est la plus ancienne base puisque ISS a été créée en 1985. C'est également la plus complète et riche d'informations puisque des données opérationnelles et systématiques sur la gouvernance sont disponibles depuis 2001 pour les entreprises américaines.

D'une façon générale, les agences de notation considèrent que l'évaluation de la qualité de la gouvernance est fondée sur la structure de la propriété, les droits et devoirs des actionnaires, la structure et le fonctionnement du conseil d'administration, la transparence et la divulgation de l'information. Néanmoins, leurs approches de collecte des données et de pondération des thèmes sont différentes.

Le nombre des critères et de thèmes pris en compte par les agences dans la mesure du niveau de gouvernance d'entreprise changent sensiblement d'une agence à une autre (Louizi et Kammoun, 2016, p. 161). Ainsi, Thomson Reuters ASSET4 ESG a utilisé 54 critères pour l'évaluation de la gouvernance des entreprises.

Modèles de recherche

En ce qui concerne la mesure de la gouvernance des entreprises, dans le cadre de cette étude, nous avons sélectionné les scores de la Gouvernance pour identifier l'effet causal sur la performance financière. Une première mesure est multidimensionnelle, qui concerne la variable à expliquer, Gouvernance (Management responsable, Shareholders, CSR Strategy), suivant Thomson Reuters ASSET4 ESG : un calcul a porté sur des coefficients d'importance des notations obtenues sur les 3 composantes. C'est une notation qui cor-

respond selon la base de données Thomson Reuters Datastream database à des scores de zéro (très médiocre) à 100 très satisfaisant. Nous avons sélectionné les scores de Gouvernance pour identifier l'effet causal sur la

performance financière. Suivant cette moderne base des données, la Gouvernance est mesurée par trois composantes principales¹ (tableau 1).

Tableau 1
Les 3 composantes de la Gouvernance

	Composantes	Poids	Nombre d'indicateur
Gouvernance	Management	62,3%,	34
	Sharholders	22,95%	12
	CSR Strategy	14,75%	8

Thomson Reuters ASSET4 ESG évalue un univers des entreprises pour lesquelles des données ESG sont tenues à jour et des scores ESG sont calculés ; il se compose de plus de 6 000 entreprises dans le monde.

Les autres variables sont mesurées numériquement à travers des données financières et boursières.

Pour déterminer, définir, enrichir, et perfectionner nos modèles de recherche nous nous sommes inspirés des études antérieures telles que Barney (1997) ; Roberts et Dowling, (2002) ; Peloza (2006) ; Seo et *al.* (2015) ; Saeidi et *al.* (2015) ; Yang et Baasandorj (2017) ; Ben Lahouel et *al.* (2019) et Jahmane et Gaies (2020). Les variables de nos modèles sont présentées dans le tableau 2.

1. https://www.esade.edu/itemsweb/biblioteca/bbdd/inbdd/archivos/Thomson_Reuters_ESG_Scores.pdf

Tableau 2

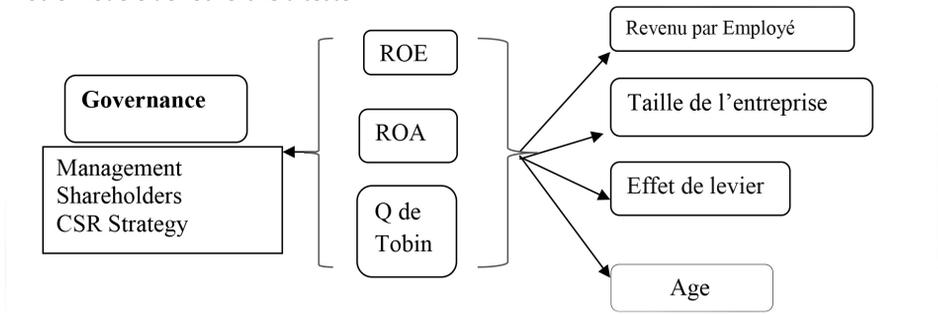
Les variables de nos modèles

Taille de l'entreprise	Pour la majorité des entreprises, la taille de l'entreprise entraîne une augmentation positive significative de ses bénéfices (Roberts et Dowling, (2002). Malgré l'influence positive significative de la taille de l'entreprise sur la RSE (Kim <i>et al.</i> , 2014), les entreprises à faible revenu peuvent observer une influence négative significative de la taille de l'entreprise sur la performance financière (Seo <i>et al.</i> , 2015 ; Jahmane et Gaies, 2020).
L'effet de levier	L'effet de levier génère une influence négative insignifiante sur la performance financière attendue des compagnies aériennes (Seo <i>et al.</i> , 2015 ; Yang et Baasandorj, 2017 ; Ben Lahouel <i>et al.</i> , 2019), il a une influence négative significative sur la performance financière au niveau de l'industrie (Kim <i>et al.</i> , 2014).
Âge de l'entreprise	Une entreprise plus jeune participe davantage aux activités liées à la performance financière qu'aux activités liées à la performance sociale (Pelozo, 2006).
Revenu par Employé	Le salaire constitue une composante de la satisfaction au travail, les avantages salariaux sont bien liés au départ volontaire, à l'absentéisme et à l'implication des salariés, il apparaît ainsi qu'il est nécessaire de rapprocher les besoins de l'entreprise et du salarié en matière de rémunération (Saeidi <i>et al.</i> , 2015 ; Ding <i>et al.</i> , 2016 ; Yang et Baasandorj, 2017 ; Ben Lahouel <i>et al.</i> , 2019 ; Jahmane et Gaies, 2020).
Rentabilité des entreprises	Le ROA est utilisé comme variable de contrôle pour identifier le lien entre la RSE et l'outil basé sur le marché, Tobin's Q (Yang et Baasandorj, 2017 ; Jahmane et Gaies, 2020) et le ROE, sont essentiellement déterminés à partir de conventions et règles comptables auxquelles ils sont soumis, dont certaines peuvent être avantageusement interprétées par le manager (Barney, 1997).

On peut conclure que notre modèle de recherche à tester est celui du tableau 3.

Tableau 3

Notre modèle de recherche à tester



Ainsi, on peut décrire nos modèles de recherches comme suit :

Modèle1: $GOV it = \alpha 0 + \alpha 1 ROA Ep it^* + \alpha 2 TAILLE Ep it + \alpha 3 LEV Ep it + \alpha 4 AGE Ep it + \alpha 5 RBE Ep it + \varepsilon it$,

Modèle 2: $GOV it = \Omega 0 + \Omega 1 ROE Ep it^* + \Omega 2 TAILLE Ep it + \Omega 3 LEV Ep it + \Omega 4 AGE Ep it + \Omega 5 RBE Ep it + \varepsilon it$,

Modèle 3: $GOV it = \theta 0 + \theta 1 Tobin's Q Ep it^* + \theta 2 TAILLE Ep it + \theta 3 LEV Ep it + \theta 4 AGE Ep it + \theta 5 RBE Ep it + \varepsilon' it$

Échantillon et mode d'analyse des données

Selon Arjaliès et Mundy (2013), les entreprises du CAC40 sont représentatives d'activités de RSE qui ont un rôle à jouer dans l'entreprise sous différents types de management (le management stratégique, le management des risques et le management du changement). Pour notre étude, seules les données de 39 entreprises (cotées en mars 2019) sont exploitables, lorsqu'il s'agit de rechercher des dates d'évaluation communes. Malgré cela notre échantillon reste représentatif.

L'analyse des données est effectuée en deux grandes parties, une analyse à l'aide de la méthode de régression linéaire simple et multiple.

L'étude s'appuie sur une analyse quantitative afin de valider de notre modèle.

Une deuxième partie est indispensable, une analyse à l'aide des équations structurelles. Ainsi, pour éviter les limites de modèle de régression. Les équations structurelles nous donneront, de cette façon, une vision claire sur l'ensemble des liens de corrélation et de régression entre les variables.

Les résultats empiriques

À la lecture du tableau B en annexe on peut constater qu'il y a une corrélation positive entre la gouvernance et la performance financière mesurée par le Tobin's Q mais, négativement avec le ROA et le ROE, cet indicateur est bien corrélé avec les autres variables (Management responsable, taille de l'entreprise, revenu par employé et âge de l'entreprise).

L'effet remarquable de ce tableau est que l'effet de levier est corrélé négativement avec toutes les autres variables, dont la plus forte est avec Tobin's Q.

Modèle 1 : Le lien entre la gouvernance et la performance financière mesurée par l'Indicateur « ROA »

Suivant les résultats de ce modèle (Tableau C en annexe), le test de Durbin-Watson qui est destiné à tester l'autocorrélation des résidus dans un modèle de régression linéaire indique une valeur de 0,763. La statistique *DW* est comprise entre zéro et quatre. Ce qui indique une absence d'auto-corrélation des erreurs. On peut constater qu'il y a un lien positif (significatif) entre la gouvernance de l'entreprise, sa taille et son âge, mais ce lien est négatif (n'est pas significatif), avec sa performance financière (mesurée par le ROA), son effet de levier et le revenu par employé. La valeur de la gouvernance est négative mais non significative lors d'une absence de l'ensemble de ces variables explicatives. On peut conclure qu'un lien direct positif entre la gouvernance et la performance financière mesurée par ROA n'est pas confirmé.

À la lecture de cette équation de régression, la gouvernance est évaluée négativement avec une valeur non significative de (-2,108), si toutes les variables explicatives sont nulles, dans les autres cas, à titre d'exemple, une augmentation de 1 % de ROA implique une baisse de 13,275 % de l'indicateur Gouvernance, une baisse moins importante, de 3,071 % dans le cas d'une augmentation du revenu par employé de 1 %. La gouvernance est fortement liée à la taille de l'entreprise, puisqu'elle augmente de plus de 9 % si la taille de l'entreprise augmente seulement de 1 %.

Modèle 2 : Le lien entre la gouvernance et la performance financière mesurée par l'Indicateur « ROE »

Suivant les résultats de ce modèle (tableau C), on peut constater qu'il y a un lien positif (significatif) entre la Gouvernance, la taille et l'âge de l'entreprise, mais un lien est négatif (non significatif) avec sa performance financière mesuré par le ROE, son effet de levier et revenu par employé, l'indicateur Gouvernance est négatif et bien significatif lors d'une absence de l'ensemble de ces variables explicatives. On peut conclure qu'un lien direct positif entre la Gouvernance et la performance financière (mesuré par ROE) n'est pas confirmé. Suivant cette équation de régression on peut constater que la gouvernance est évaluée négativement avec une valeur non significative de -0,806 (si toutes les variables explicatives sont nulles), un impact négatif non significatif de ROE et l'effet de levier sur la gouvernance, ainsi, à titre d'exemple, une augmentation de 1% de ROE implique une baisse de 6,074 % de l'indicateur gouvernance, une baisse de la gouvernance de 3,273 % dans le cas d'une augmentation du revenu par employé de 1 %. La gouvernance est fortement liée à la taille de l'entreprise, puisqu'elle augmente de 9 % si la taille augmente seulement de 1 %.

Notons par ailleurs que suivant la statistique Durbin-Watson (0,76) on constate une absence d'auto-corrélation des erreurs. Suivant le récapitulatif de ce modèle on constate que R^2 est très faible ($R^2 = 6,8\%$), on peut dire ainsi que ces variables n'expliquent pas suffisamment la Gouvernance des entreprises du CAC 40, d'autres variables sont à déterminer et à insérer dans le modèle pour améliorer ce coefficient de corrélation globale.

Modèle 3 : Le lien entre la gouvernance et la performance financière mesurée par l'Indicateur Tobin's Q

Alors que, suivant la statistique Durbin-Watson (0,650) on constate une absence d'auto-corrélation des erreurs, la gouvernance suivant cette équation de régression est égale à 0,216 si toutes les variables explicatives sont nulles, mais cette valeur n'est pas significative suivant les t de Student. Une augmentation

de la performance financière mesuré par le Tobin's Q de 1 % entraîne une augmentation de gouvernance de 0,8 %. La valeur de l'entreprise a un impact majeur puisque sa progression de 1 % entraîne une augmentation de la gouvernance de 8,95 %.

La gouvernance baisse de 3,4 % si le revenu par employé augmente de 1 %. Il est à noter dans ce sens que les liens positifs entre la gouvernance, l'âge de l'entreprise et sa taille sont bien significatifs, alors que les autres liens négatifs ne sont pas significatifs (tableau C).

Test final de notre modèle

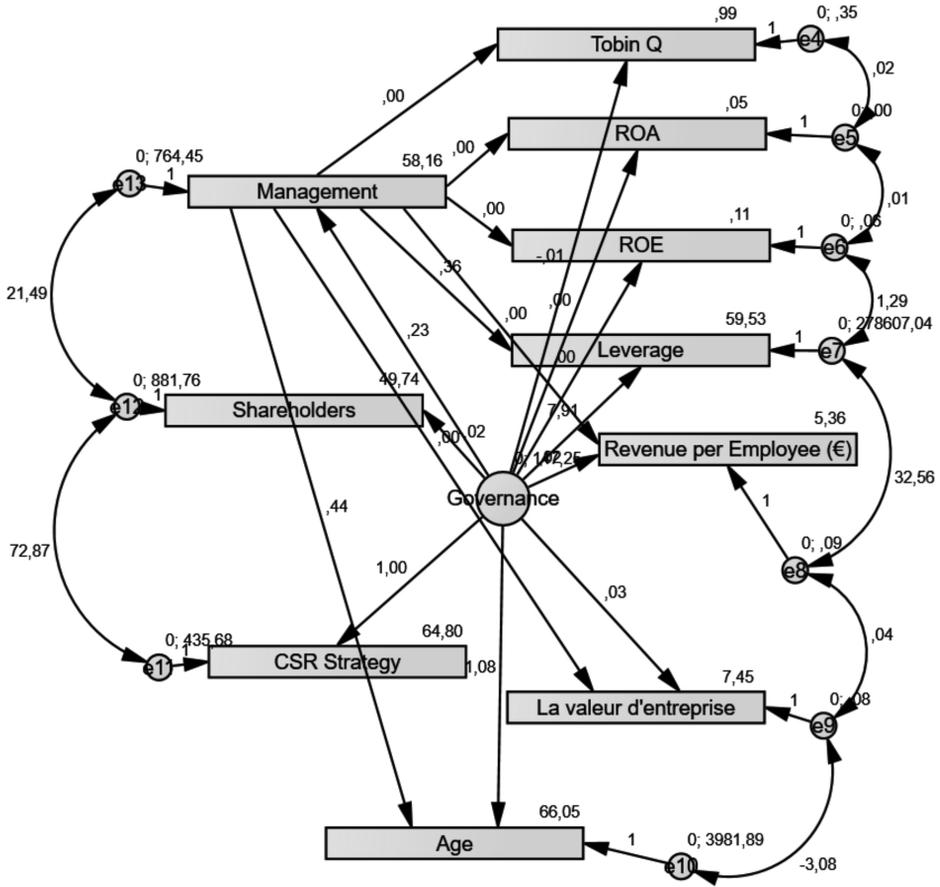


Tableau 4
Les indices de qualité d'ajustement

Nom de l'indice	Valeurs pour le modèle
χ^2/ddl	4,526
IFI	0,912
RMSEA	0,075
NFI	0,889
CFI	0,908
AIC (modèle saturé)	130,000 (838,841)

Suivant les valeurs des indices d'ajustement issus de résultats de logiciel Amos nous pouvons constater que notre modèle peut être validé globalement.

Ainsi, il s'ajuste très bien aux données. Le χ^2/ddl est acceptable puisqu'il n'est pas très inférieur à 5 (4,526), les indices IFI, NFI et CFI sont proches à 0,9 (respectivement 0,912; 0,889; 0,908). Enfin le AIC est inférieur à celui du modèle saturé.

De la même façon, il n'y a pas de problème, au niveau de RMSEA, qui est très proche à 0,08 (0,075), Rms théta est de 0,075, RMS (θ) > 0. Donc, l'erreur quadratique moyenne est, ici, minimale. Les valeurs de RMS_theta inférieures à 0,12 indiquent, en effet, un modèle bien adapté, tandis que les valeurs plus élevées indiquent un manque d'ajustement.

Dès lors, compte tenu de sa complexité, notre modèle s'ajuste suffisamment bien aux données observées et l'examen des différents indices d'ajustement montre qu'il est acceptable. Par conséquent, nos résultats finaux peuvent être validés.

C'est ce que confirment bien les résultats de l'ANOVA (de trois modèles) pour la variable Gouvernance qui sont significatifs à 100 %, ne dépassant pas le seuil qui est de l'ordre de 0,1 (significative au seuil $p < 10\%$). Ainsi, les résultats permettent de conclure à l'influence de l'indicateur Gouvernance sur la performance financière mesurée par les indices (ROE, ROA et Tobin's Q) et sur l'ensemble des variables de notre modèle à savoir âge de l'entreprise, effet de levier, valeur d'entreprise et revenu par salarié.

Modèle1	GOV it = -2,108-13,275 ROA Epit + 9,315TAILLE Epit - 0,004 LEV Epit + 0,056AGE Epit -3,071RBE Epit
Modèle 2	GOV it = -0,806 -6,074 ROE Epit* + 9,287 TAILLE Epit - 0,004LEV Ep it +0,055 AGE it -3,273 RBE Epit
Modèle 3	GOV it = 0, 219 + 0, 805 T obin ' s Q Epit* + 8,948 TAILLE Ep it -0,003LEV Epit +0, ,060AG E it -3,400 RBE it

Discussion

Bien que Krafft *et al.* (2011. p. 148) estiment que « les indicateurs de bonne gouvernance sont suspectés d'être marqués par un biais court-termiste, qui déprécierait injustement les firmes et les industries engagées dans des stratégies d'innovation de plus long terme »,

à travers nos études, le lien entre la gouvernance et l'ensemble de variables dépend en effet, de l'indicateur de mesure de la performance financière de l'entreprise, alors la gouvernance est liée positivement avec l'âge et la taille ce qui confirme bien les études de Pelozo (2006). Le lien est positif et significatif suivant les trois modèles de la valeur de taille

de l'entreprise sur la performance et c'est ce qui confirme bien les études de Roberts et Dowling (2002) et celles de Kim *et al.* (2014), suivant lesquelles, la taille de l'entreprise entraîne une augmentation positive significative de ses bénéfices et donc nécessite une gouvernance efficace avec l'influence positive significative de la taille de l'entreprise sur la gouvernance et la RSE

Il est à conclure que, suivant les trois modèles testés, le revenu par employé a un impact négatif sur la gouvernance, aussi l'augmentation de cette variable entraîne-t-elle la baisse de la gouvernance.

Dans ce sens, à titre d'exemple, le Groupe Total a lancé le projet *One Total – Better Together* avec l'ambition de développer les talents de chacun par la mise en place de plus de 400 développeurs de talents dans le Groupe en 2019. Un développeur de talents a pour mission d'accompagner chaque collaborateur dans son développement professionnel et de lui apporter un support individualisé. Le revenu par employé a progressé suivant nos données de 28 % entre 2002 et 2017 alors que la notation de la gouvernance a connu une progression entre 2002 et 2009 de 76 à 92 puis malheureusement une diminution jusqu'à 79 en 2017.

Mais, pour L'Oréal, à titre d'exemple, 20 % d'amélioration de Revenu par employé est constaté durant la période 2002-2017 alors que la notation de la gouvernance globale progresse de 44 en 2002 à 79 en 2010 puis connaît une forte diminution jusqu'à 59 en 2017. Concernant cette forte diminution post-crise financière, Albouy indique (2009, p.18) : « *la crise financière actuelle éclaire avec une lumière particulièrement crue ces dysfonctionnements observés dans les banques mais également dans les entreprises industrielles et commerciales* ». Il est à noter aussi que les banques et les grandes entreprises cherchent à récupérer de la légitimité, suite à la crise bancaire de 2008, grâce à la bonne gouvernance et surtout à la responsabilité sociale de l'entreprise (Reynaud et Walas, 2015).

À travers la pratique de la gouvernance on retrouve l'importance des raisonnements en dilemmes qui marquent la Business Ethics

(Pesqueux, 2011) puisque la RSE se réfère généralement à des normes « éthiques » et des labels. Gérer la gouvernance et la responsabilité sociétale des entreprises (RSE) entraîne *a priori* une autre façon de diriger, quasi incontournable (Mercier, 2000).

L'effet de levier a un impact négatif non significatif sur la gouvernance suivant les trois modèles, ce qui confirme bien les constatations de Seo *et al.* (2015) : la plus faible corrélation est enregistrée entre les variables RSE dont la gouvernance. Le concept d'effet de levier financier est utilisé pour déterminer si les entreprises endettées peuvent générer une rentabilité financière grâce à l'excédent de la rentabilité économique (ou rentabilité des capitaux investis) par rapport au coût de la dette. En effet, lorsque l'investissement est financé par l'endettement, la rentabilité financière des fonds propres augmente. Alors que l'effet de levier génère une influence négative insignifiante sur la performance financière attendue des compagnies aériennes (Seo *et al.*, 2015 ; Yang et Baasandorj, 2017), il a une influence négative significative sur la performance financière au niveau de l'industrie (Kim *et al.*, 2014).

Conclusion

Alors qu'on assiste généralement à un décalage entre les travaux théoriques et empiriques qui peut s'expliquer par la difficulté d'accéder à des données complètes sur l'ensemble des dimensions de gouvernance d'entreprise, Charreaux et Desbrières (1998) recommandent d'évaluer le système de gouvernance en fonction de sa capacité à créer de la valeur partenariale et à réduire les pertes de valeur dues aux conflits entre les parties prenantes. Pour tester le lien entre la gouvernance, comme composante principale de la responsabilité sociétale des entreprises et la performance financière des entreprises du Cac 40, nous avons utilisé des données issues de deux bases des données de Thomson Reuters en suivant la démarche préconisée par Wang *et al.*, (2016) ; Xu et Liu, (2017) ; Obafemi *et al.* (2018) ; Yang et Baasandorj (2017) ; Lin *et al.*, (2019) ; Ben Lahouel *et al.*, (2019) et Jahmane et Gaies (2020). Les résultats de nos modèles indiquent que les trois

modèles sont bien validés et notre modèle final est validé suivant les principaux indicateurs des équations structurelles. Cependant notre modèle nous suggère encore d'ajouter d'autres variables qui pourraient mesurer et influencer la gouvernance.

À travers cette recherche, on peut dire que pour les entreprises du CAC 40, la ROE et la ROA ont des effets négatifs non significatifs sur la qualité de la gouvernance, à l'inverse de la Tobin's Q qui engendre un effet positif, même si plusieurs études confirment bien ces effets linéaires de ces indicateurs sur cette variable de l'ESG.

Dans un même contexte et au cours d'une longue période d'étude (2002-2017), période ayant connu des crises bancaires et financières, la taille de l'entreprise et son âge impactent la gouvernance, mais il est très étonnant que l'effet de levier ait un impact négatif non significatif sur la gouvernance suivant les trois modèles. Cette constatation est totalement analogue aux autres constatations de Seo *et al.* (2015). On peut expliquer ce résultat à travers un lien positif de la gouvernance sur la performance financière (Louizi et Kamoun, 2016 ; Jo *et al.*, 2016 ; Poissonnier, 2017 ; Brédart *et al.*, 2019), et l'effet de levier qui génère une influence négative insignifiante sur la performance financière attendue des compagnies aériennes (Seo *et al.* 2015 ; Yang et Baasandorj, 2017 ; Ben Lahouel *et al.*, 2019).

On peut dire ainsi que la période de l'étude a été comme une variable primordiale dans la confirmation de nos résultats. Ainsi, en période de crise et post-crise, on peut prévoir et gérer le lien entre une gouvernance responsable et durable et la performance financière, ce que révèlent nos trois modèles testés et validés.

Enfin, si la légitimité de ces organisations dépend de la bonne gouvernance et de la « *bonne gestion du contrat social avec la société* » (Bruna *et al.*, 2017 ; Bruna et Chantal, 2017), « *les éléments issus de leur communication ne présagent en rien d'une reconquête de l'ensemble des parties prenantes* » (Franklin-Johnson et Richomme-Huet, 2012, p. 82), les scores présentés par les agences de

notations spécialisées, les classements des entreprises à destination des investisseurs et actionnaires sont alors développés, traités et évalués en fonction de la manière dont les organisations répondent à ces critères (Peretti et Igalens, 2016 ; Bruna *et al.*, 2016).

Il existe en effet « *une diversité persistante des modes de gouvernance d'entreprise qui résiste à la convergence totale vers le modèle de maximisation de la valeur actionnariale, impliquant de mauvais scores sans pour autant traduire une réelle inefficience* » (Krafft *et al.*, 2011, p. 148). Il est à noter que suivant Evraert et Lacroix (2005), les informations extra-financières ne sont pas aussi fiables que les informations comptables ; elles sont peu standardisées puisque la définition de la gouvernance varie d'une entreprise à une autre, d'un secteur à un autre et leur certification est encore émergente. Ainsi, parmi les pistes de recherche envisageables, une approche qualitative visant à interroger les acteurs de la gouvernance quant à leur perception de la corrélation des critères RSE et financiers permettrait à notre avis, d'enrichir cette problématique. Par la suite, il serait utile d'observer l'influence réelle de la prise en compte de la gouvernance sur la performance financière de l'entreprise (Jian et Lee, 2015) et sur la performance sociétale (Maas, 2018).

Références bibliographiques

- Acquier, A. & Aggeri, F. (2007). Une généalogie de la pensée managériale sur la RSE, *Revue Française de Gestion*, 180(11), 131-157.
- Arjaliès, D-L. & Mundy, J. (2013). The Use of Management Control Systems to Formulate and Implement CSR Strategy: A Levers of Control Perspective, *Management Accounting Research*, 24(4), 284-300.
- Albouy, M. (2006). Théorie, applications et limites de la création de valeur, *Revue Française de Gestion*, 160 (32), 139-157.
- Aoki, M. (1984). A Model of the Firm as a Stakeholder-employee Cooperative Game, *American economic review*, 4 (70), 600-610.
- Ben Lahouel, B., Gaies, B., Ben Zaied, Y., Jahmane, A. (2019). Accounting for endogeneity and the dynamics of corporate social - Corporate A. financial performance relationship, *Journal of Cleaner Production*, 230(1), 352-364.
- Bessire, D., Chatelin, C., Onnée, S. (2009). Qu'est-ce qu'une bonne gouvernance ? *Working Paper*, 28^e Congrès de l'AFC.

Blair, M.M. (1995). *Ownership and Control: rethinking Governance for the Twenty -First Century*, The Brookings Institution.

Brasseur, M., Bruna, M.G., Peretti, J.M., Yanat, Z. (2016). Quand la résolution en entreprise de la difficile équation entre l'égalité et la diversité passe par la fraternité, *RIMHE : Revue Interdisciplinaire Management, Homme et Entreprise*, 5(20), 2.

Brédart, X., Bughin, C., Comblé, K. (2019). L'impact de la gouvernance sur l'implication dans une démarche RSE en entreprise, *Revue Recherche en Sciences de Gestion*, 132(3), 291-315

Bruna, M. G. (2020). Du diagnostic stratégique à l'alignement : explorer les conditions d'efficacité d'une démarche RSE, *Gestion 2000*, 37(6), 67-85.

Bruna, M. G. & Chanlat, J. F. (2017). La conduite d'une politique de diversité comme processus de légitimation organisationnelle, *Revue internationale de psychosociologie et de gestion des comportements organisationnels*, 23(55), 205-245.

Bruna, M. G. & Ben Lahouel, B. B. (2021). CSR & financial performance: Facing methodological and modeling issues commentary paper to the eponymous FRL article collection, *Finance Research Letters*, 102036.

Bruna, M. G. & Nicolò, D. (2020). Corporate reputation and social sustainability in the early stages of start-ups: A theoretical model to match stakeholders' expectations through corporate social commitment, *Finance Research Letters*, 35, 101508.

Bruna, M. G., Frimousse, S., Giraud, L. (2017). Comment apprécier l'impact transformationnel d'une politique de diversité en entreprise ? Contribution liminaire à un agenda de recherche. *Management et Avenir*, (96), 39-71.

Bruna, M.G., Peretti, J.M., Yanat, Z. (2016). Les nouveaux défis de la diversité : totems à dépasser et paris à relever, *RIMHE : Revue Interdisciplinaire Management, Homme et Entreprise*, 5(20), 68-88.

Cadet, I. (2014). Gouvernance : nouveaux mythes, nouvelles réalités, *Vie & Sciences de l'Entreprise*, 198, 17-28.

Cazal, D. (2006). RSE et parties prenantes : une entreprise contractuelle et universelle ? *VIIIème Université de printemps de l'audit social*, Dakar, mai 2006.

Charreaux, G. & Desbrières, P. (1998). Gouvernance des entreprises : valeur partenariale contre-valeur actionnariale, *Finance, Contrôle, Stratégie*, 1(2), 57-88.

Charreaux, G. (1997). Vers une théorie du gouvernement des entreprises, in Charreaux G., *Le gouvernement des entreprises : Corporate Governance, théories et faits*, Paris : Economica, 421-469.

Chintrakarn, P., Jiraporn, P., Kim, J.-C., Kim, Y. S. (2016). The Effect of Corporate Governance on Corporate Social Responsibility, *Asia-Pacific Journal of*

Financial Studies, 45,102-123.

Del Vecchio, N. (2010). Réseaux de conseil d'administration et adoption de pratiques de gouvernance d'entreprise, *Revue Française de Gestion*, 202(3), 145-161.

Dey, A. (2008). Corporate governance and agency conflicts, *Journal of Accounting Research*, 46(5), 1143-1181.

Donaldson, T. & Preston, L.E. (1995). The Stakeholder Theory of the Corporation: concepts, evidence and implications, *Academy of Management Review*, 20(1), 65-91.

Evraert, S. & Lacroix, M. (2005). Responsabilité sociale et reporting de la performance, in Le Roy, F. et Marchesnay, M. (2005). *La responsabilité sociale de l'entreprise*, Éditions EMS.

Fama, E. F. & Jensen, M. C. (1983). Separation of ownership and control, *Journal of Law and Economics*, 26(2), 301-326.

Fama, E.F. (1980). Agency problems and the theory of the firm, *Journal of Political Economy*, 88(2), 288-307.

Fombrun, C., Gardberg, N., Sever, J. (2000). The Reputation QuotientSM: A multi-stakeholder measure of corporate reputation, *J Brand Management*, 7, 241-255. <https://doi.org/10.1057/bm.2000.10>

Franklin-Johnson, E. & Richomme-Huet, K. (2012). Crise et gestion de la responsabilité sociétale des entreprises du CAC 40 : Analyse de leur communication sur leur politique RSE entre 2006 et 2010, *La Revue des Sciences de Gestion*, 255-256(3-4), 75-83. <https://doi.org/10.3917/rsg.255.0075>

Freeman, E. (1984). *Strategic Management: A Stakeholder Approach*, Boston: Pitman.

Frigo, M.L. (2002). Nonfinancial performance measures and strategy execution, *Strategic Finance*, 84(2), 6-9.

Gill, A. (2006). Corporate Governance as Social Responsibility: a Research Agenda, *Berkeley Journal of International Law*, 26(2), 452-478.

Gomes, C.F., Yasin, M.M., Lisboa, J. V. (2004). An examination of manufacturing organizations' performance evaluation, *International Journal of Operations & Production Management*, 24 (5), 488-513.

Hart, O. & Moore, J. (1990). Property Rights and the Nature of the Firm, *Journal of Political Economy*, 2(6), 1119-1158.

Hill, C.L. & Jones, T.M. (1992). Stakeholder- Agency Theory, *Journal of Management Studies*, 28(2), 131-154.

Jahmane, A. & Gaies, B. (2020). Corporate social responsibility, financial instability and corporate financial performance: linear, non-linear and spill-over effects. The case of the CAC 40 companies, *Finance Research Letters* (March).

<https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S1544612319314576>.

Jahmane, A. (2012). La fidélisation des parties prenantes centrales (Actionnaires et Personnels) et leur impact sur la performance financière de l'entreprise, *Thèse de doctorat*, IAE de Lille, (LEM), sous la direction de Pierre Louart.

Jensen, M. C. (2002). Value maximization, stakeholder theory, and the corporate objective function, *Business Ethics Quarterly*, 12(2), 235-256.

Jensen, M. & Meckling, W. (1976). Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure, *Journal of Financial Economics*, 3(4),305-360.

Jian, M. & Lee, K.-W. (2015). CEO Compensation and Corporate Social Responsibility, *Journal of Multinational Financial Management*, 29, 46-65.

Jo, H., Song M. H., Tsang, A. (2016). Corporate social responsibility and stakeholder governance around the world, *Global Finance Journal*, 29, 42-69.

Kaplan, R.S. & Norton, D. P. (1992). The balanced scorecard- measures that drive performance, *Harvard Business Review*, January-February, 70(1), 61-66.

Khanchel El Mehdi, I. (2013). Gouvernance et RSE : démanteler l'écheveau, *Recherches en Sciences de Gestion*, 4(97),163-186.

Kim, Y., Park, M.S., Wier, B., (2014). Is Earnings quality associated with corporate social responsibility? *Accounting Review*, 87, 761-796.

Krafft, J., Qu, Y., Ravix, J.-L. (2011). Gouvernance d'entreprise et performances sectorielles : une réévaluation de la fiabilité des scores et des mesures de bonne gouvernance, *Economie & prévision*, La Documentation française, 197-198 (1/2),145-158.

Larcker, D.F., Richardson, S. A., Tuna, I. A (2007). Corporate governance, accounting outcomes and organizational performance, *The Accounting Review*, 82(4),963-1008.

Lin, L., Hung, P.-H., Chou, D.W., Lai, C. W. (2019). Financial performance and corporate social responsibility: Empirical evidence from Taiwan, *Asia Pacific Management Review*, 24(1), 61-71.

Lordon, F. (2000), La "création de valeur" comme rhétorique et comme pratique. Généalogie et sociologie de la "valeur actionnariale", *L'Année de la régulation*, 4, 117-165.

Louizi, A. & Kammoun, R. (2016). Le positionnement des agences de notation dans l'évaluation du système de gouvernance d'entreprise, *Gestion 2000*, 33(5),149-175.

Maas, K. (2018). Corporate Social Performance Targets in Executive Compensation Contribute to Corporate Social Performance? *Journal of Business Ethics*, 148(3), 573-585.

Marais, M. (2014). Quelle marge de manœuvre

pour l'engagement socialement responsable des dirigeants ? Enjeux et perspectives du gouvernement d'entreprise, *M@n@gement*, 17, 237-265.

Martinet, A.C. (2008). Gouvernance et management stratégique : une nouvelle science politique, *Revue Française de Gestion*, 183, 95-110.

Martinet, A. & Reynaud, E. (2015). Shareholders, stakeholders et stratégie, *Revue française de gestion*, 253(8), 297-317. <https://doi.org/10.3166/RFG.253.297-317>

Martin, D. (2016). Croyances et marchés financiers : approches sociologiques, *Idées économiques et sociales*, 183, 30-38. <https://doi.org/10.3917/idee.183.0030>

Mercier, S. (2001). L'apport de la théorie des parties prenantes au management stratégique : une synthèse de la littérature, XIème Conférence de l'Association Internationale de Management Stratégique, 13-14-15 juin.

Morin, E.M., Savoie, A., Beaudin, G. (1994). L'efficacité de l'organisation : théories, représentations et mesures, Gaetan Morin Éditeur, Québec.

Naszályi, Ph. & Slama-Royer, A. (2016). An "ad hoc-racy" of stakeholders, the case of ADSA in France (Essonne), *Journal of Accounting & Organizational Change*, 12 (1), 8-23.

Neely, A., Adams, C., Kennerley, M. (2002). *The Performance Prism: The Scorecard for Measuring and Managing Business Success*, Prentice Hall.

Ntim, C. G. & Soobaroyen, T. (2013). Corporate governance and performance in socially responsible corporations: new empirical insights from a neo-institutional framework, *Corporate Governance: An International Review*, 21, 468-494.

Obafemi, R. O., Oluwabunmi, A. O., Collins, S. O. (2018). Investment in corporate social responsibility, disclosure practices, and financial performance of banks in Nigeria, *Future Business Journal*, 4(2), 195-205.

Ortiz, H. (2014). *Valeur financière et vérité. Enquête d'anthropologie politique sur l'évaluation des entreprises cotées en bourse*, Paris : Presses de Sciences Po.

Pelozo, J. (2006). Using corporate social responsibility as insurance for financial performance. *California Management Review*, 48(2), 52-72.

Peretti, J.M. & Igalens, J. (2016). *Audit social : meilleures pratiques, méthodes, outils*, Eyrolles.

Pérez, R., (2005). Quelques réflexions sur le management responsable, le développement durable et la responsabilité sociale de l'entreprise, *Revue des Sciences de Gestion*, 211-212, 29-46.

Persais, E. (2013). RSE et gouvernance partenariale, *Gestion 2000*, 30, 69-86.

Pesqueux, Y. (2011). La responsabilité sociale de l'entreprise (RSE) comme discours ambigu, *Inno-*

vations, 34(1), 37-55. <https://doi.org/10.3917/inno.034.0037>

Pluchart, J.-J. (2013). La gouvernance des entreprises socialement responsables, *Recherches en Sciences de Gestion*, 94(1), 53-72.

Poissonnier, H. (2017). De la gouvernance de l'entreprise au contrôle inter-organisationnel, *La Revue des Sciences de Gestion*, 283(1), 29-37.

Reynaud, E. & Walas, A. (2015). Discours sur la RSE dans le processus de légitimation de la banque, *Revue française de gestion*, 248(3), 187-209. doi:10.3166/RFG.248.187-209.

Roberts, P.W. & Dowling, G.R. (2002). Corporate reputation and sustained superior financial performance, *Strategic Management Journal*, 23, 1077-1093.

Saeidi, S.P., Sofian, S., Saeidi, P., Saeidi, S.P., Saeidi, S.A. (2015). How does corporate social responsibility contribute to firm financial performance? The mediating role of competitive advantage, reputation, and customer satisfaction, *Journal of Business Research*, 68(2), 341-350.

Sahut, J.-M., Boulerne, S., Mili, M., Teulon, F. (2012). What Relation Exists between Corporate Social Responsibility and Longevity of Firms? *International Journal of Business*, 17, 152-168.

Said, A.A., HassabElnaby, H.R., Wier, B. (2003). An empirical investigation of the performance consequences of non-financial measures, *Journal of Management Accounting Research*, 15(1), 193-223.

Seo, K., Moon, J., Lee, S. (2015). Synergy of corporate social responsibility and service quality for airlines: the moderating role of carrier type, *Journal Air Transport Management*, 47, 126-134.

Shin, H.-D., Lee, N.-R., Park, J. H. (2015). Differential Effects of Strong Corporate Governance on Both Professional and Voluntary Corporate Social Responsibility Activities of the Firm, *Emerging Markets Finance and Trade*, 51(4), S2-S10. Doi: 10.1080/1540496X.2014.1013860

Shleifer, A. & Vishny, R.W. (1997). A survey of corporate governance, *Journal of Finance*, 52, 737-783.

Von Arx, U. & Ziegler, A. (2014). The effect of corporate social responsibility on stock performance: New evidence for the USA and Europe, *Quantitative Finance*, 14(6) 977-991.

Wang, H., Lu, W., Ye, M., Chau, K. W., Zhang, X. (2016). The curvilinear relationship between corporate social performance and corporate financial performance: Evidence from the international construction industry, *Journal of Cleaner Production*, 137, 1313-1322.

Xu, S. & Liu, D. (2017). Corporate social responsibility (CSR) and corporate diversification: do diversified production firms invest more in CSR? *Applied Economic Letters*, 24, 254-257.

Yang, A. S. & Baasandorj, S. (2017). Exploring CSR and

financial performance of full-service and low-cost air carriers, *Finance Research Letters*, 23, 291-299.

Yoshimori, M. (1995). Whose Company is It? The Concept of the Corporation in Japan and the West, *Long Range Planning*, 18, (4), 33-44.

Abderrahmane JAHMANE

Enseignant-Chercheur à l'IPAG Business School, il assume les fonctions de Chargé de mission scientifique au sein de la Chaire IPAG «Entreprise Inclusive» et de Conseiller méthodologique de la Chaire IPAG «French Savoir Faire». Ses travaux de recherche portent sur l'éthique, la responsabilité sociale des organisations, la fidélisation des parties prenantes centrales et ses effets sur la performance financière de l'entreprise, l'investissement socialement responsable, l'audit social des entreprises, l'impact des démarches de diversité et de mixité au travail et la gestion inclusive des ressources humaines.

Il a notamment publié ses recherches dans plusieurs revues universitaires : *Finance Research Letters*, *Journal of Cleaner Production*, *Question(s) de Management*, *Management & Sciences Sociales*, *International Journal of Management & Information Technology*, *Business & Management Review* et *Economics and Finance Review*.

Il siège au Comité scientifique de Case Studies in Business and Management (Macro-think Institute, Las Vegas, 89108 United States). Membre de l'équipe éditoriale de *Indonesian Journal of Sustainability Accounting and Management*.

Mahrane HOFADHLLAOU

Docteur en sciences de gestion, professeur Habilité à Diriger des Recherches, ESSCA Lyon.

Ses recherches portent sur l'employabilité, la dynamique au sein des relations entre employeurs et employées, la gestion du changement, le management de la diversité et la gestion des talents, le développement des carrières dans un contexte changeant, et la responsabilité sociétale de l'entreprise.

Il pratique la recherche-intervention dans les entreprises et les organisations depuis plusieurs années, sur les thèmes de la conduite du changement, de l'habileté et de la posture managériales, puis de l'amélioration globale des performances humaines et économiques.

Anis BEN ALI

Enseignant-Chercheur à TIME Business School, il assume les fonctions de responsable de licence gestion des Ressources Humaines. Premier prix IAS – Sopra HR Software 2016 portant sur le thème : la transformation digitale des RH.

Il a enseigné à l'université du Mans, Tours, et a été chargé de mission scientifique au sein de l'ANDRH et de FMRH Paris.

Ses travaux de recherche portent sur la Gestion des Ressources Humaines, la transformation numérique et la GRH, l'émergence des Nouvelles Formes d'Organisation, le management de la virtualité dans le travail, la dématérialisation de l'information et de la communication, la gouvernance des RH dans des organisations en mutation.

Annexes

Tableau A
Statistiques descriptives des variables

	Moyenne	Ecart type	N
GOV	53,7276	20,43159	443
ROA	,05755	,054327	443
Age	92,23025	66,087774	443
Effet de levier	26,95019	86,524109	443
Revenu per Employé (€)	5,28871	,310003	443
Taille de l'entreprise	7,28140	,429440	443
ROE	,11826	,185420	443
Tobin's Q	1,00147	,510154	443

Tableau B
Corrélation entre les variables

		GOV	RPE	VET	Age	ROA	ROE	Tobin's Q	Lev
Corrélation de Pearson	GOV	1,00	,070	,146	,189	-,018	-,030	,038	-,061
	RPE	,070	1,00	,582	,149	,174	,038	-,057	-,012
	VET	,146	,582	1,000	,097	,246	,128	,242	-,088
	Age	,189	,149	,097	1,00	-,090	-,126	-,168	-,017
	ROA	-,018	,174	,246	-,090	1,00	,447	,545	-,124
	ROE	-,030	,038	,128	-,126	,447	1,00	,158	-,042
	Tobin's Q	,038	-,057	,242	-,168	,545	,158	1,00	-,144
	Lev	-,061	-,012	-,088	-,017	-,124	-,042	-,144	1,000

Tableau C
Régression multiple des modèles

Modèle		Coefficients ^a			t	Sig.
		Coefficients non standardisés		Coefficients standardisés		
		B	Erreur standard	Bêta		
1	(Constante)	-2,108	18,548		-,114	,910
	ROA	-13,275	18,142	-,035	-,732	,465
	Age	,056	,015	,180	3,820	,000
	Effet de levier	-,004	,011	-,018	-,393	,695
	Revenu par Employé (€)	-3,071	3,739	-,047	-,821	,412
	Taille de l'entreprise	9,315	2,727	,196	3,415	,001
a. Variable dépendante : GOV						
1	(Constante)	-,806	18,247		-,044	,965
	Age	,055	,015	,177	3,750	,000
	Effet de levier	-,004	,011	-,016	-,352	,725
	Revenu par Employé (€)	-3,273	3,728	-,050	-,878	,380
	Taille de l'entreprise	9,287	2,698	,195	3,443	,001
	ROE	-6,074	5,160	-,055	-,177	,240
a. Variable dépendante : GOV						
1	(Constante)	,219	18,340		,012	,990
	Age	,060	,015	,192	4,040	,000
	Effet de levier	-,003	,011	-,011	-,228	,820
	Revenu par Employé (€)	-3,400	3,854	-,051	-,882	,378
	Taille de l'entreprise	8,948	2,876	,187	3,111	,002
	Tobin's Q	,805	2,031	,020	,396	,000
a. Variable dépendante : GOV						