

147

REVUE D'ECONOMIE FINANCIERE

REVUE TRIMESTRIELLE
DE L'ASSOCIATION EUROPE
FINANCES RÉGULATIONS N° 147
3^e TRIMESTRE 2022

GUERRE EN UKRAINE :
DÉFLAGRATIONS
ET RECOMPOSITIONS
ÉCONOMIQUES ET FINANCIÈRES

ASSOCIATION EUROPE-FINANCES-RÉGULATIONS

Association régie par la loi du 1^{er} juillet 1901, déclarée le 11 septembre 2008 (J.O. du 11 octobre 2008)

Siège social : 28 place de la Bourse, 75002 Paris

MEMBRES

Membres : Agence française de développement, Akeance Consulting, Amundi, Autorité des marchés financiers, Autorité des normes comptables, Autorité marocaine du marché des capitaux, Axa, Banque de France - ACPR, Banque Delubac & Cie, Banque européenne d'investissement, BlackRock France, BNP Paribas, Bredin Prat, Caisse des dépôts et consignations, CCR, Citigroup, CNP Assurances, Covéa, Crédit mutuel alliance fédérale, Crédit mutuel Arkea, Direction générale du Trésor, EDF, Engie, Euronext, Gide Loyrette Nouel, Gimar&Co, Goldman Sachs Paris, HSBC, KPMG, Kramer Levin, La Banque Postale, Mazars, Moody's, Morgan Stanley, Natixis-BPCE, Paris Europlace, Scor, Société Générale, Sopra Steria Next, Tikehau Capital.

CONSEIL D'ADMINISTRATION

Présidente : Pervenche Berès

Conseiller spécial de la Présidente : Édouard-François de Lencquesaing

Personnalités qualifiées : Benoît Coeuré et Didier Valet

Membres de droit : Autorité des marchés financiers, Banque de France - ACPR, Paris Europlace

Membres administrateurs : Amundi, Axa, BNP Paribas, Bredin Prat, Caisse des dépôts et consignations, Covéa, EDF, Engie, Euronext, Mazars, Morgan Stanley, Natixis-BPCE, Société Générale

En qualité de censeur : Direction générale du Trésor

Délégués généraux de l'Association : Michel Cojean et Sylvain de Forges

Trésorier de l'Association : Olivier Bailly

CONSEIL D'ORIENTATION

Présidents d'honneur

Jean-Claude Trichet, Christian Noyer

Président : François Villeroy de Galhau, *Gouverneur, Banque de France*

Jean-Pascal Beaufret, *Managing director, Goldman Sachs Paris*

Pervenche Berès, *Présidente, AEFR*

Aff Chelbi, *Président, Comité des Risques, Banque internationale arabe de Tunisie*

Jean Cheval, *Senior Advisor, Natixis*

Benoît Coeuré, *Président, Autorité de la concurrence*

Ambroise Fayolle, *Vice-Président, Banque européenne d'investissement*

Bernard Gannier, *Président, Finance Innovation*

Antoine Gosset-Grainville, *Avocat à la Cour, BDGS Associés*

Olivier Guersent, *Directeur général, COMP-Commission européenne*

Nezha Hayat, *Présidente, Autorité marocaine du marché des capitaux*

Elyès Jouini, *Professeur, Université Paris-Dauphine*

Hans-Helmut Kotz, *Senior Fellow, Leibniz Institute for Financial Research SAFE,*

Center for Financial Studies, Université de Harvard

Eric Lombard, *Directeur général, Groupe Caisse des Dépôts*

Emmanuel Moulin, *Directeur général, Direction générale du Trésor*

Robert Ophèle, *Ancien Président, Autorité des marchés financiers*

Alain Papiasse, *Chairman CIB, BNP Paribas*

Olivier Pastré, *Conseiller scientifique REF ; Professeur émérite, Paris 8*

Patricia Plas, *Directrice des Affaires publiques et des Relations institutionnelles, Axa*

Odile Renaud-Basso, *Présidente, BERD*

Rémy Rioux, *Directeur général, Agence française de développement*

Augustin de Romanet, *Président, Paris Europlace*

Jean-Luc Tavernier, *Directeur général, Insee*

Didier Valet, *Vice-Président Industrie, Institut Louis Bachelier*

Claire Waysand, *Directrice générale adjointe, Engie*

L'ENVIRONNEMENT JURIDIQUE AFFECTE-T-IL LA RELATION RSE-STABILITÉ FINANCIÈRE ?

SANA BEN ABDALLAH*
DHAFER SAÏDANE**

Nous observons, en général, une tendance croissante dans le monde des affaires à agir de manière durable et responsable. De plus en plus d'acteurs considèrent que l'investissement socialement responsable (ISR) doit figurer en tête des priorités.

Cependant, le retrait des États-Unis de l'Accord de Paris avec l'affirmation de la primauté des intérêts économiques nationaux sur les préoccupations communes comme le climat autorise à penser que la gestion des priorités sociétales peut être différente d'un groupe de pays à un autre. Même si le gouvernement américain actuel semble revenir sur cette décision, la conception américaine ancrée dans une approche de type *common law* de la RSE (responsabilité sociale et environnementale) peut être perçue comme différente de celle européenne. De même, le Brexit entre le Royaume-Uni et l'Union européenne peut questionner sur l'importance du rôle des soubassements juridiques dans la gestion de certains grands choix sociétaux.

Les comportements en matière de RSE varient d'un pays à l'autre (Hartman *et al.*, 2007). Les différences dans les systèmes politiques, éducatifs et culturels entre les pays influencent la façon dont les entreprises s'approprient la RSE (Ioannou et Serafeim, 2012). Cette diversité juridique et institutionnelle semble ne pas être neutre sur la démarche RSE des entreprises.

* Assistante, Faculté des sciences économiques et de gestion de Mahdia, Tunisie.

Contact : sana.benabdallah@esc.u-manouba.tn.

** Professeur, SKEMA Business School, Université Côte d'Azur. Contact : dhafersaidane@skema.edu.

Plusieurs études soulignent l'importance qu'exerce le droit sur les organisations (DiMaggio et Powell, 1983). On peut donc s'attendre à ce que le système juridique agisse comme un facteur institutionnel influant sur le développement de la RSE.

De ce point de vue, Aguilera et Jackson (2003) rappellent que la plupart des chercheurs opposent deux modèles dichotomiques de gouvernance d'entreprise : le modèle anglo-américain dit du *common law* et le modèle européen continental dans lequel on trouve le modèle dit du *civil law*. Les auteurs ajoutent que « le modèle anglo-américain est (également) caractérisé *common law* ou centré sur l'actionnariat, et que le modèle continental est appelé « droit civil » ou modèle centré sur les parties prenantes ».

Notre intuition et que la relation entre la stabilité financière et l'engagement socialement responsable dépend aussi de l'environnement juridique du pays. Nous nous appuyons donc sur les aspects juridiques dans la lignée de La Porta *et al.* (1998). Les auteurs identifient explicitement deux grandes traditions juridiques : le droit civil et la *common law*.

Notre approche est également motivée par les résultats de Liang et Renneboog (2016), qui montrent de façon explicite que le fondement juridique est une source importante d'explication de la RSE.

290

L'objectif spécifique de ce travail est d'étudier la relation entre la RSE et la stabilité financière en mettant en évidence le rôle du système juridique.

La structure de l'article est la suivante. La deuxième partie présente une revue de la littérature et des hypothèses de recherche. La troisième partie présente le plan de recherche, qui tient compte d'une description de l'échantillon, d'une définition des variables et des analyses utilisées. La quatrième partie présente les principaux résultats empiriques. Enfin, les conclusions sont présentées dans la cinquième partie.

REVUE DE LA LITTÉRATURE

Deux arguments principaux justifient l'association de la RSE et du risque financier. Le premier, basé sur la théorie de la gestion des risques, présente la performance sociale issue d'une politique de réduction des risques. Le second repose sur la théorie des parties prenantes.

Plusieurs études révèlent que les pratiques RSE profitent non seulement à la société, mais aussi aux investisseurs et aux entreprises elles-mêmes (Becchett *et al.*, 2012). L'engagement en matière de RSE vise principalement l'amélioration de l'organisation, y compris une réduction des risques pour l'entreprise (Jo et Na, 2012). À travers une méta-analyse, Orlitzky et Benjamin (2001) soutiennent l'existence d'une rela-

tion négative entre la performance sociale et le risque financier aux États-Unis et concluent que les pratiques de la RSE sont pertinentes pour les entreprises et sont associées à un faible risque financier.

Des études récentes documentent une relation inverse entre la RSE et le risque de l'entreprise (Saïdane et Ben Abdallah, 2021). De même, Herremans *et al.* (1993) constatent que les entreprises manufacturières américaines ayant une meilleure réputation en matière de RSE obtiennent de meilleurs rendements boursiers avec un risque moindre pour les investisseurs. Lee et Faff (2009) constatent que les entreprises socialement responsables ont un risque idiosyncratique plus faible en raison d'une meilleure performance du portefeuille de marché. Albuquerque *et al.* (2018) concluent que la performance RSE augmente la valeur de l'entreprise et diminue le risque systématique. En outre, Kim *et al.* (2014) constatent que les entreprises socialement responsables s'abstiennent de thésauriser de mauvaises nouvelles et maintiennent un niveau élevé de transparence, ce qui réduit leur risque de *krach* boursier. Saïdane et Ben Abdallah (2020) montrent également que la RSE ainsi que ses différentes dimensions environnementale, sociale et de gouvernance ont un impact positif sur la stabilité financière des banques européennes.

En somme, les arguments mentionnés ci-dessus montrent que les entreprises peuvent atténuer leur exposition aux risques grâce à des politiques RSE efficaces. Attig *et al.* (2013), par exemple, montrent que les agences de notation de crédit sont plus enclines à attribuer des notes élevées aux entreprises socialement performantes. Ces agences incluent la performance RSE comme une information non financière importante dans l'évaluation de la solvabilité des entreprises. Verwijmeren et Derwall (2010) identifient que le bien-être des employés réduit considérablement le risque de faillite grâce à un taux d'endettement plus faible, et conduit à de meilleures cotes de solvabilité.

De même, la responsabilité sociale et la théorie des parties prenantes vont de pair. Selon la prédiction de la théorie des parties prenantes, pour soutenir la survie de l'organisation, il est nécessaire d'équilibrer les intérêts des différentes parties prenantes (Freeman, 2010). En effet, des relations de haute qualité avec les parties prenantes améliorent la capacité de réduction des risques en réduisant l'incertitude du marché, éliminant ou diminuant ainsi toute perturbation, perte ou dommage à la rentabilité de l'entreprise, et réduisant l'impact d'événements indésirables (Kytte et Ruggie, 2005). Par exemple, les efforts de RSE renforcent la capacité de l'entreprise à gérer et à atténuer les risques, y compris les dommages à sa marque et à sa réputation, les *boycotts*, les amendes des gouvernements, etc.

Différentes études ont trouvé des preuves suggérant l'effet bénéfique de l'engagement RSE sur différents aspects du risque de l'entreprise, à

savoir les risques systématiques, totaux et idiosyncratiques (Jo et Na, 2012). Ces approches montrent qu'il existe une relation négative entre la performance sociale des entreprises et le risque systématique et que les entreprises dont la performance RSE est plus élevée ont tendance à être considérées comme moins risquées.

Freeman (1984) suggère que les gestionnaires devraient équilibrer les intérêts des actionnaires, des employés, des clients et de la communauté pour assurer la survie et le succès de l'organisation. En effet, les entreprises ont un intérêt significatif à accroître leur performance sociale et à répondre aux attentes des parties prenantes afin de préserver et de développer la réputation de l'entreprise et, par conséquent, de réduire son risque financier.

Dans les pays du *common law*, les lois et les réglementations protègent efficacement l'intérêt des actionnaires, ce qui remet en question les incitations pour les entreprises à prendre en compte les intérêts de toute autre partie prenante. Les activités RSE et la prise en compte des parties prenantes sont susceptibles d'être perçues comme un gaspillage des ressources de l'entreprise. L'implication de la RSE dans la culture *common law* ne devrait donc avoir aucun effet sur le risque financier des entreprises ou avoir un effet positif.

292

Contrairement à cette première catégorie, Matten et Moon (2008) soutiennent que les traditions de droit civil sont censées être davantage axées sur les parties prenantes. Dans les « pays orientés vers les parties prenantes », la réglementation prend en compte l'intérêt de toutes les parties prenantes de l'entreprise et pas seulement celui des actionnaires. Les régulateurs ont tendance à stimuler les pratiques RSE à travers un environnement qui protège les droits de l'homme, améliorant les relations avec les ressources humaines et protégeant les clients, les fournisseurs et les autres acteurs du marché. Par conséquent, dans les pays de droit civil, plus la demande d'activités RSE est élevée, plus l'augmentation de la valeur marchande d'une entreprise améliorant ses pratiques RSE est élevée (Mackey *et al.*, 2007). Ainsi, les pratiques sociales et environnementales sont perçues positivement par tous les acteurs économiques et sont susceptibles d'être évaluées par le marché pour conduire à un faible risque financier pour les entreprises.

Il apparaît ainsi que l'essentiel de la littérature antérieure témoigne d'une relation négative entre la RSE et les différentes mesures du risque financier. La recherche a été cependant peu développée dans l'analyse de la relation entre la RSE et le contexte juridique et institutionnel dans lequel elle évolue (Benlemlih et Girerd-Potin, 2017).

Dans quelle mesure l'environnement juridique des entreprises affecte-t-il la relation entre la RSE et la stabilité financière des entreprises ?

MÉTHODOLOGIE

L'objectif de cet article est d'étudier la relation causale entre la responsabilité sociale des entreprises et leur stabilité financière. Il s'agit d'une analyse comparative entre les entreprises opérant dans des pays de type *common law* et celles opérant dans des pays d'Europe continentale hors *common law*.

Afin d'étudier cette relation, nous nous sommes basés sur la méthode vectorielle autorégressive en données de panel (PVAR). Un simple PVAR peut être représenté comme suit :

$$y_{i,t} = A_1 y_{t-1} + \dots + A_p y_{t-p} + B X_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

avec : $y_{i,t}$: vecteur de variables exogènes (Z-score, ESG score) ; $X_{i,t}$: vecteur de variables exogènes ; $A_1 \dots A_p$ et B : matrices des coefficients à estimer ; $\varepsilon_{i,t}$: vecteur d'erreurs aléatoires.

La description de toutes les variables est présentée dans le tableau 1.

Tableau 1
Description des variables

| Variable | Définition | Source |
|---------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------|
| Z-score | Mesure la stabilité financière des entreprises $Z\text{-score} = \frac{ROA + \left(\frac{\text{equity}}{\text{total assets}}\right)}{\sigma ROA}$ | Calculs des auteurs en se basant sur les données de Datastream |
| ESG score | Mesure la performance durable globale. Il varie de 0 à 100. | Datastream |
| Responsabilité envers les actionnaires (RA) | Reflète la capacité d'une entreprise à assurer l'égalité de traitement entre les actionnaires et l'utilisation de dispositifs anti-OPA. La mesure varie entre 0 à 100. | Datastream |
| Utilisation des ressources (UR) | Reflète la performance et la capacité d'une entreprise à réduire l'utilisation de matériaux, d'énergie ou d'eau, et à trouver des solutions plus éco-efficaces en améliorant la gestion de la chaîne d'approvisionnement. La mesure varie entre 0 à 100. | Datastream |
| Main-d'œuvre (MO) | Mesure l'efficacité de l'entreprise en ce qui concerne la satisfaction au travail. La mesure varie entre 0 à 100. | Datastream |
| Taille | Mesurée par le logarithme népérien du total actif. | Datastream |
| Inflation (INF) | Taux de variation des prix dans l'ensemble de l'économie. Mesuré par le taux de croissance annuel du déflateur implicite du PIB. | Banque mondiale |
| PIB | Taux de croissance annuel du PIB par habitant. | Banque mondiale |

Source : d'après les auteurs.

Échantillon

Pour examiner la relation entre la durabilité et la stabilité financière, nous utilisons les bases de données suivantes : (1) Asset4 de Datastream, qui fournit des données environnementales, sociales et de gouvernance ; (2) Worldscope de Datastream, qui fournit des données financières ; et (3) Banque mondiale, qui contient des informations institutionnelles.

Nous utilisons des données de panel non cylindré de 244 entreprises opérant dans des pays ayant un régime juridique autre que *common law*¹ et 827 entreprises opérant dans des pays de type *common law*², couvrant la période 2010-2019.

Présentation et interprétation des résultats

Dans cette section, nous examinons si l'environnement juridique³ joue un rôle dans la relation entre la durabilité et la stabilité financière. Pour répondre à cette question de recherche, nous estimons deux modèles PVAR entre le score ESG et z-score. Il s'agit de comparer les résultats des entreprises opérant dans des pays ayant un régime juridique autre que le *common law* à celles appartenant à un environnement de type *common law*. Avant d'estimer nos modèles, certains tests doivent être réalisés.

294

Nombre optimal de retards

Afin de garantir la validité des résultats de l'estimation du modèle, le nombre de retard optimal de deux modèles PVAR est d'abord déterminé. Nous utilisons les critères de sélection d'Andrews et Lu (2001). Tous les critères de sélections présentés dans le tableau 2 (*infra*) montrent que le nombre de retard optimal de deux modèles PVAR (*non-common law* et *common law*) est égal à 1.

Tests de dépendance interindividuelle

Afin de choisir les tests de stationnarité de première ou de deuxième génération, nous effectuons le test d'indépendance de Pesaran (2004). Les résultats sont résumés dans le tableau 3 (*infra*).

Le test de dépendance interindividuelle de Pesaran (2004) des deux échantillons confirme la présence d'une autocorrélation au seuil de 1 %. Cela nous amène à tester la stationnarité des variables en utilisant le test de deuxième génération de Pesaran (2003).

Tableau 2
Nombre de retards optimal du modèle PVAR

| Entreprises des pays du <i>non-common law</i> | | | | | | |
|-----------------------------------------------|-------|--------|----------|---------|--------|---------|
| Lag | CD | J | JP value | MBIC | MAIC | MQIC |
| 1 | 0,997 | 18,989 | 0,089 | -66,002 | -5,011 | -27,994 |
| 2 | 0,997 | 12,046 | 0,149 | -44,614 | -3,953 | -19,276 |
| 3 | 0,997 | 11,406 | 0,022 | -16,924 | 3,406 | -4,255 |
| 4 | 0,997 | - | - | - | - | - |
| Entreprises des pays du <i>common law</i> | | | | | | |
| Lag | CD | J | JP value | MBIC | MAIC | MQIC |
| 1 | 0,995 | 40,27 | 0,00006 | -58,931 | -6,27 | -10,424 |
| 2 | 0,995 | 12,266 | 0,14 | -53,868 | -3,734 | -21,53 |
| 3 | 0,995 | 6,566 | 0,16 | -26,501 | -1,434 | -10,332 |
| 4 | 0,996 | - | - | - | - | - |

Note : ce tableau présente le nombre de retard optimal en utilisant les critères d'Andrews et Lu (2001) : le coefficient global de détermination (CD), la statistique J de Hansen (J), la valeur P (valeur JP), le critère d'information bayésien (MBIC), le critère d'information MMSC-Akaike (MAIC) et le critère d'information MMSC-Hannan et Quinn (MQIC).

Source : les auteurs à partir de stata.

Tableau 3
Test de dépendance interindividuelle de Pesaran (2004)

| Entreprises des pays du <i>non-common law</i> | | | | | |
|-----------------------------------------------|-----------|---------|-----------------|---------|-------------|
| Variables | CD-Test | p-value | Average Joint T | Mean(r) | Mean abs(r) |
| Z-score | 9,686 | 0,000 | 9,96 | 0,02 | 0,31 |
| ESG score | 100,235 | 0,000 | 9,99 | 0,18 | 0,46 |
| RA | 20,081 | 0,000 | 9,48 | 0,00 | 0,36 |
| UR | 86,315 | 0,000 | 9,48 | 0,16 | 0,37 |
| MO | 27,031 | 0,000 | 9,48 | 0,05 | 0,39 |
| Taille | 118,9 | 0,000 | 9,96 | 0,22 | 0,61 |
| INF | 414,035 | 0,000 | 9,99 | 0,76 | 0,76 |
| PIB | 329,904 | 0,000 | 9,99 | 0,61 | 0,61 |
| Entreprises des pays du <i>common law</i> | | | | | |
| Variables | CD-Test | p-value | Average Joint T | Mean(r) | Mean abs(r) |
| Z-score | 15,702 | 0,000 | 9,81 | 0,01 | 0,34 |
| ESG score | 464,366 | 0,000 | 9,69 | 0,25 | 0,47 |
| RA | 2,229 | 0,000 | 9,69 | 0,00 | 0,36 |
| UR | 289,132 | 0,000 | 9,69 | 0,16 | 0,49 |
| MO | 157,968 | 0,000 | 9,69 | 0,09 | 0,39 |
| Taille | 538,904 | 0,000 | 9,98 | 0,29 | 0,62 |
| INF | 1 728,23 | 0,000 | 10,00 | 0,94 | 0,94 |
| PIB | 1 173,637 | 0,000 | 10,00 | 0,64 | 0,65 |

Note : ce tableau présente le test de dépendance interindividuelle (CD) de Pesaran (2004). Sous l'hypothèse nulle d'indépendance individuelle, $CD \sim N(0,1)$, ses p-values proches de zéro indiquent l'existence d'une dépendance interindividuelle.

Source : les auteurs à partir de stata.

Test de stationnarité des variables

L'hypothèse nulle du test de pesaran (2003) suppose que toutes les variables ne sont pas stationnaires. L'hypothèse alternative suppose que toutes les variables sont stationnaires en niveau. Le tableau 4 présente les résultats de ce test.

Tableau 4
Test de racine unitaire de Pesaran (2003)

| Entreprises des pays du <i>non-common law</i> | | Entreprises des pays du <i>common law</i> | |
|-----------------------------------------------|------------|-------------------------------------------|------------|
| Variables | t-stat | Variables | t-stat |
| Z-score | -5,410*** | Z-score | -4,218** |
| ESG score | -7,279 *** | ESG score | -17,616*** |
| RA | -5,773*** | RA | -20,817*** |
| UR | -2,959*** | UR | -18,511*** |
| MO | -14,441*** | MO | -17,387*** |
| Taille | -4,236** | Taille | -4,418*** |
| INF | -16,127*** | INF | -17,298*** |
| PIB | -2,358** | PIB | -15,372** |

Note : ce tableau présente le test de racine unitaire de Pesaran, 2003 (PESCADF) pour les scores Z-score, ESG, E, S et G. La deuxième colonne montre les statistiques t pour le test de racine unitaire de Pesaran (deuxième génération). *, ** et *** indiquent une significativité au niveau de confiance de 10 %, 5 % et 1 %, respectivement.

296

Source : les auteurs à partir de stata.

Les résultats du test de Pesaran (2003) révèlent que toutes les variables sont stationnaires en niveau.

Validation du modèle

Afin de valider notre modèle, un test de stabilité est appliqué aux différents modèles PVAR (1).

Nous avons vérifié également la condition de stabilité du modèle PVAR (1) estimé à l'aide du test de stabilité de la valeur propre.

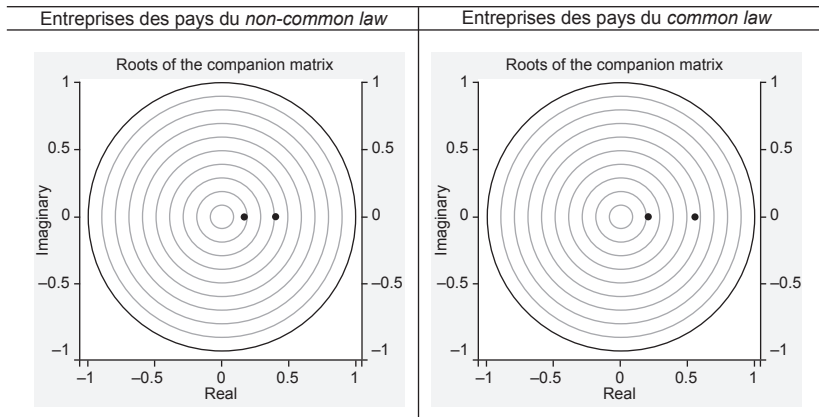
Estimation des modèles PVAR (1)

Les résultats de régression des modèles PVAR (1) de deux systèmes juridiques sont présentés dans le tableau 5 (*infra*).

Les résultats montrent que la stabilité financière encourage les entreprises opérant dans les pays du *common law* à s'engager dans des activités socialement responsables. Cela suggère que les investissements socialement responsables des entreprises de ces pays sont conditionnés par leur stabilité financière. Ces résultats sont en adéquation avec l'idée de Goldsmith *et al.* (1972), affirmant que la durabilité devrait provenir d'une économie stable. En revanche, il ressort de cette analyse que la

responsabilité socialement responsable dans les pays du *common law* ne conduit en aucune manière à une amélioration de la stabilité financière. Le coefficient de la RSE dans les pays du *common law* est positif, mais statistiquement non significatif, ce qui suggère que la RSE n'est pas associée à l'amélioration de la stabilité financière des entreprises dans ces pays.

Figure
Test de stabilité du modèle PVAR (1)



Dans cette figure, les deux modèles PVAR (1) satisfont la condition de stabilité car toutes les valeurs propres se trouvent à l'intérieur du cercle unitaire. Nous validons alors les modèles PVAR (1) entre Z-score et ESG score.

Source : les auteurs à partir de stata.

Tableau 5
Estimation des modèles PVAR

| Modèle 1 | Entreprises des pays du <i>non-common law</i> | | Entreprises des pays du <i>common law</i> | |
|----------------|-----------------------------------------------|-----------|-------------------------------------------|-----------|
| | Z-score | ESG score | Z-score | ESG score |
| Z-score (-1) | 0,104* | 1,214* | 0,229*** | 0,716*** |
| ESG score (-1) | -0,0171** | 0,470*** | 0,00769 | 0,541*** |
| RA | -0,00634* | 0,0823*** | 0,00272* | 0,0787*** |
| UR | 0,0152*** | 0,157*** | -0,00259 | 0,111*** |
| MO | 0,00463 | 0,146*** | 0,00675** | 0,247*** |
| Taille | -0,660 | 10,63*** | -0,393* | 5,407*** |
| Inf | 0,0339* | 0,178 | 0,0894*** | -0,180 |
| PIB | 0,0446* | 0,0487 | 0,0644* | 0,207 |

Note : ce tableau montre les coefficients. *, ** et *** indiquent une signification statistique aux niveaux de 10 %, 5 % et 1 %, respectivement.

Source : les auteurs à partir de stata.

Nous observons une causalité bidirectionnelle entre la RSE et le z-score dans les pays ayant un régime juridique autre que la *common law*. On constate que les pratiques socialement responsables sont positivement et significativement affectées par la stabilité financière. Cette stabilité encourage à son tour les investissements socialement responsables. Dans les pays *non-common law*, les acteurs économiques attendent une forte implication RSE de la part des entreprises et ont tendance à récompenser ces pratiques avec plus de loyauté, une forte solidarité et un grand soutien, ce qui, à son tour, conduit à plus de stabilité. En outre, les résultats ont détecté un impact plus fort sur la stabilité financière que sur la RSE. Ces résultats confirment l'importance de la stabilité financière pour les entreprises des deux systèmes juridiques.

En ce qui concerne les variables de contrôle, nous remarquons des coefficients significatifs pour les variables environnementale (UR) et de gouvernance (RA) des entreprises de *non-common law*. La taille de l'entreprise est aussi positivement significative pour les deux échantillons. Cela explique que les grandes entreprises sont considérées comme des entreprises responsables. Cependant, il reste des progrès à réaliser surtout pour les entreprises des pays de *common law*. Nous remarquons également que l'inflation et le PIB affectent positivement la stabilité des entreprises des deux systèmes. Toutefois, elles n'ont aucun effet sur la responsabilité sociale des entreprises. Cela confirme que l'engagement en matière de RSE est motivé essentiellement par la volonté des entreprises et des institutions quelle que soit la situation économique du pays.

298

CONCLUSION

Dans cet article, nous avons essayé de répondre à la question : comment l'environnement juridique des entreprises affecte-t-il la relation entre la RSE et la stabilité financière des entreprises ? Cette approche complète des travaux précédents sur le lien entre la RSE et la stabilité financière des entreprises en mettant l'accent sur le rôle que joue le système juridique dans une telle relation.

Les résultats de nos estimations montrent que la stabilité financière est une priorité qui précède la mise en œuvre des pratiques RSE pour les entreprises opérant dans des cas de *common law*. Cependant, les résultats montrent que l'engagement dans des activités socialement responsables n'a aucun effet significatif sur la stabilité financière des entreprises de ces pays.

Nos résultats montrent également qu'il existe un cercle vertueux entre la RSE et la stabilité financière pour les entreprises situées dans

des pays ayant un régime juridique autre que la *common law*. En d'autres termes, les activités socialement responsables augmentent la stabilité financière et incitent ainsi les entreprises à être plus responsables via des investissements dans des fonds ISR qui tiennent compte des critères environnementaux, sociaux et de gouvernance (ESG). Les entreprises de ces pays seraient donc plus engagées dans une démarche RSE. L'approche RSE intervient donc comme l'un des facteurs clés qui contribue à la stabilité financière de ces entreprises.

En comparant les entreprises de deux systèmes juridiques, nous avons constaté que les entreprises situées dans des pays ayant un régime juridique autre que la *common law* sont plus enclines à des pratiques RSE que les entreprises des pays du *common law*.

Il ressort de cette analyse que les entreprises les plus susceptibles d'agir de manière responsable sont celles opérant dans des environnements institutionnels dotés d'un système juridique orienté vers la protection des parties prenantes à l'instar de ceux reposant sur une approche de type Code civil.

NOTES

299

1. Allemagne, Espagne, France, Italie, Suisse.
2. Royaume-Uni, États-Unis.
3. *Non-common law* ou *common law*.

BIBLIOGRAPHIE

- AGUILERA R. V. et JACKSON G. (2003), « The Cross-national Diversity of Corporate Governance: Dimensions and Determinants », *Academy of Management Review*, vol. 28, n° 3, pp. 47-465.
- ALBUQUERQUE R. A., DURNEV A. et KOSKINEN Y. (2018), « Corporate Social Responsibility and Firm Risk: Theory and Empirical Evidence », CEPR, *Discussion Paper*, n° DP9533.
- ANDREWS D. W. K. et LU B. (2001), « Consistent Model and Moment Selection Procedures for GMM Estimation with Application to Dynamic Panel Data Models », *Journal of Econometrics*, vol. 101, n° 1, pp. 123.
- ATTIG N., EL GHOUL S., GUEDHAMI O. et SUH J. (2013), « Corporate Social Responsibility and Credit Ratings », *Journal of Business Ethics*, vol. 117, n° 4, pp. 679-694.
- BECCHETTI L., CICIRETTI R., HASAN I. et KOBEISSI N. (2012), « Corporate Social Responsibility and Shareholder's Value », *Journal of Business Research*, vol. 65, n° 11, pp. 1628-1635.
- CAMPBELL J. L. (2007), « Why Would Corporations Behave in Socially Responsible Ways? An Institutional Theory of Corporate Social Responsibility », *Academy of Management Review*, n° 32, pp. 946-967.
- DI MAGGIO P. et POWELL W. W. (1983), « The Iron Cage Revisited: Collective Rationality and Institutional Isomorphism in Organizational Fields », *American Sociological Review*, n° 48, pp. 147-160.
- FREEMAN R. E. (1984), *Strategic Management: a Stakeholder Approach*, Boston: Pitman- Ballinger.

- FREEMAN R. E. (2010), *Strategic Management: a Stakeholder Approach*, Cambridge University Press.
- GOLDSMITH E., ALLEN R., ALLABY M., DAVOLL J. et LAWRENCE S. (1972), *Blueprint for Survival. Harmondsworth*, Penguin.
- HARTMAN L. P., RUBIN R. S. et DHANDA K. K. (2007), « The Communication of Corporate Social Responsibility: United States and European Union Multinational Corporations », *Journal of Business Ethics*, n° 74, pp. 373-389.
- HERREMANS I. M., AKATHAPORN P. et MCINNES M. (1993), « An Investigation of Corporate Social Responsibility Reputation and Economic Performance », *Accounting, Organizations and Society*, vol. 18, n° 7-8, pp. 587-604.
- IOANNOU I. et SERAFEIM G. (2012), « What Drives Corporate Social Performance? The Role of Nation-Level Institutions », *Journal of International Business Studies*, vol. 43, n° 9, pp. 834-864.
- JAMALI D., SIDANI Y. et EL-ASMAR K. (2009), « A Three-Country Comparative Analysis of Managerial CSR Perspectives: Insights from Lebanon, Syria and Jordan », *The Journal of Business Ethics*, n° 85, pp. 173-192.
- JO H. et NA H. J. (2012), « Does CSR Reduce Firm Risk? Evidence from Controversial Industry Sectors », *Journal of Business Ethics*, vol. 110, n° 4, pp. 441-456.
- KIM Y., LI H. et LI S. (2014), « Corporate Social Responsibility and Stock Price Crash Risk », *Journal of Banking and Finance*, n° 43, pp. 1-13.
- KYTLÉ B. et RUGGIE J. G. (2005), « Corporate Social Responsibility as Risk Management », John F. Kennedy School of Government, Harvard University, *Working Paper*, n° 10.
- LA PORTA R., LOPEZ-DE-SILANES F., SHLEIFER A. et VISHNY R. W. (1998), « Law and Finance », *Journal of Political Economy*, vol. 106, n° 6, pp. 1134-1155.
- LEE D. et FAFF R. W. (2009), « Corporate Sustainability Performance and Idiosyncratic Risk: a Global Perspective », *Financial Review*, vol. 44, pp. 213-237.
- LIANG H. et RENNEBOOG L. (2016), « On the Foundations of Corporate Social Responsibility », *Journal of Finance*, vol. 72, n° 2, pp. 853-910.
- MACKAY A., MACKAY T. B. et BARNEY J. B. (2007), « Corporate Social Responsibility and Firm Performance: Investor Preferences and Corporate Strategies », *Academy of Management Review*, vol. 32, n° 3, pp. 817-835.
- MATTEN D. et MOON J. (2008), « Implicit and Explicit CSR: a Conceptual Framework for a Comparative Understanding of Corporate Social Responsibility », *Academy of Management Review*, vol. 33, pp. 404-424.
- MOHAMMED B. et GIRERD-POTIN I. (2017), « Corporate Social Responsibility and Firm Financial Risk Reduction: on the Moderating Role of the Legal Environment », *Journal of Business Finance & Accounting*, vol. 44, n° 7-8, pp. 1137-1166.
- ORLITZKY M. et BENJAMIN J. D. (2001), « Corporate Social Performance and Firm Risk: a Meta-Analytic Review », *Business & Society*, vol. 40, n° 4, pp. 369-396.
- PESARAN M. H. (2003), « A Simple Panel Unit Root Test in the Presence of Cross Section Dependence », Université de Cambridge, *Working Papers in Economics*, n° 0346.
- PESARAN M. H. (2004), « General Diagnostic Tests for Cross Section Dependence in Panels », Université de Cambridge, *Working Papers in Economics*, n° 0435.
- SAÏDANE D. et BEN ABDALLAH S. (2020), « Sustainability and Financial Stability: Evidence from European Banks », *Economics Bulletin*, vol. 40, n° 2, pp. 1769-1780.
- SAÏDANE D. et BEN ABDALLAH S. (2021), « African Firm Default Risk and CSR », *Finance Research Letters*, <https://doi.org/10.1016/j.frl.2021.101964>.
- VERWIJMEREN P. et DERWALL J. (2010), « Employee Well-Being, Firm Leverage, and Bankruptcy Risk », *Journal of Banking and Finance*, vol. 34, pp. 956-964.

R E V U E D'ÉCONOMIE FINANCIÈRE

COMITÉ DE RÉDACTION

Présidents d'honneur

Jacques Delmas-Marsalet

Hélène Ploix

**

Sylvain de Forges, *Directeur de la publication*

Olivier Pastré, *Conseiller scientifique*

François-Xavier Albouy, *Directeur de la rédaction*

Patrick Artus, *Directeur de la recherche et des études, Natixis*

Raphaëlle Bellando, *Professeur, Université d'Orléans*

Kheira Benhami, *Directrice de la division études, stratégie et risques, AMF*

Pervenche Berès, *Présidente, AEFR*

Christian de Boissieu, *Professeur, Université Paris I*

Jean Boissinot, *Directeur adjoint, Direction de la Stabilité financière, Banque de France*

Arnaud de Bresson, *Délégué général, Paris Europlace*

Jean-Bernard Chatelain, *Professeur, Université Paris I, GdRE « Monnaie Banque et Finance »*

Jézabel Couppey-Soubeyran, *Maître de conférences, Université Paris 1 Panthéon Sorbonne*

Claude Diebolt, *Directeur de recherche au CNRS, Université de Strasbourg*

Jean-Louis Fort, *Avocat à la Cour*

Olivier Garnier, *Directeur général des statistiques, des études et de l'international, Banque de France*

Ulrich Hege, *Professeur, Toulouse School of Economics (TSE)*

Pierre Jaillet, *Chercheur associé, IRIS*

Fatos Koc, *Responsable de la gestion de la dette publique, OCDE*

Isabelle Laudier, *Responsable, Institut pour la recherche, Groupe Caisse des Dépôts*

Frédéric Lobez, *Professeur, Université de Lille II, SKEMA*

Catherine Lubochinsky, *Professeur, Université Paris II – Assas*

Sylvie Matherat, *Administratrice indépendante, Senior Global Adviser, Mazars*

Jean-Paul Pollin, *Professeur, Université d'Orléans*

Philippe Trainar, *Professeur, Conservatoire national des arts et métiers (CNAM)*

Natacha Valla, *Doyenne, École du management et de l'innovation, Sciences-Po*

38, rue de Ponthieu – 75008 Paris

Site Internet : www.aef.asso.fr

Guerre en Ukraine : déflagrations et reconfigurations économiques et financières

Introduction

*JULIEN VERCUEIL
ASSEN SLIM*

Russie : une économie de guerre

Dimensionner l'impact de la guerre
sur l'économie russe

JULIEN VERCUEIL

Le régime rentier en Russie et son évolution
après la guerre en Ukraine

*ADRIEN FAUDOT
SYLVAIN ROSSIAUD*

La guerre revisite la politique des sanctions
économiques

*SOLÈNE BENHADDOU
MANON PROVANSAL*

Souveraineté technologique ou isolement ?
Conséquences de la guerre en Ukraine

sur le secteur russe du numérique
DMITRY D. VOLKOV

Déflagrations régionales

L'Ukraine en guerre :
quelle résilience économique ?

*DOMINIQUE MENU
MARIA REPKO*

Entretien avec

ODILE RENAUD-BASSO

La MDBC e-hryvnia :
une monnaie banque centrale en projet

ASSEN SLIM

L'agro-industrie russe et l'UEE à l'aune
de la guerre en Ukraine : économie
et géopolitique d'une industrie protégée
de la concurrence internationale

*CAROLINE DUFY
PASCAL GROUIEZ
ALMAZ AKHMETOV*

Financer la transition énergétique en Europe
centrale et orientale : un levier pour surmonter
la dépendance de sentier à l'égard de la Russie ?

*PETIA KOLEVA
TSVETELINA MARINOVA*

Arménie, Géorgie, Azerbaïdjan et la guerre
en Ukraine : les dividendes de l'ambiguïté

*CHRISTOPHE CORDONNIER
JULIEN VERCUEIL*

L'Asie centrale sous le coup de la guerre
en Ukraine : conséquences et perspectives

DOMINIQUE MENU

Reconfigurations internationales

La guerre en Ukraine : choc géopolitique
régional et global

TATIANA KASTOUÉVA-JEAN

Le virage vers l'Asie de l'économie russe
HUBERT TESTARD

L'automobile européenne face à la guerre
en Ukraine : entre volatilité des marchés
et reconfiguration des chaînes de valeur

MARC PRIETO

La dépendance de l'Europe au gaz russe :
état des lieux et perspectives

*CARL GREKOU
EMMANUEL HACHE
FRÉDÉRIC LANTZ
OLIVIER MASSOL
VALÉRIE MIGNON
LIONEL RAGOT*

Les effets de la guerre en Ukraine sur les marchés
mondiaux de matières premières

*SÉBASTIEN JEAN
YVES JÉGOUREL*

Chronique d'histoire financière

Institutions coloniales, exploitation impériale
et rendement des capitaux investis : comparaison
des histoires de la Malaisie et de l'Afrique du Sud

*KLAS RÖNNBÄCK
OSKAR BROBERG*

Articles divers

Inégalités de rendements et de patrimoine
en France en 2017

*LAURENCE BLOCH
BENJAMIN FAVETTO
ADRIEN LAGOUGE
FRANCK SÉDILLOT*

L'environnement juridique affecte-t-il la relation
RSE-stabilité financière ?

*SANA BEN ABDALLAH
DHAFER SAÏDANE*

ISBN 978-2-37647-069-4

ISSN 0987-3368

Prix : **32,00 €**



9 782376 470694