

LE LIEN ENTRE L'ACTIONNARIAT ET LE SCORE ESG DES ENTREPRISES

Jury:
Promoteur:
Georges HÜBNER
Lecteur(s):
Céline THONUS

Mémoire présenté par
Cécilia LABIOUSE
En vue de l'obtention du diplôme de
Master en sciences de gestion à finalité
Banking and Asset Management
Année académique 21/22

Remerciements

Je tiens tout d'abord à remercier Monsieur Georges Hübner, mon promoteur, pour son suivi et sa disponibilité tout au long de l'élaboration de mon travail.

Je remercie également ma lectrice, Céline Thonus, pour ses conseils avisés durant la construction de mon étude ainsi que pour le temps qu'elle accorde à la lecture de mon mémoire.

Finalement, je voudrais exprimer ma reconnaissance à l'ensemble des personnes m'ayant aidé à réaliser ce travail, que ce soit par leurs relectures ou par leurs recommandations.

Table des matières

REMERCIEMENTS	0
TABLE DES MATIÈRES	1
LISTE DES TABLES	3
LISTE DES ABRÉVIATIONS	4
1. INTRODUCTION.....	5
1.1. CONTEXTE DE LA RECHERCHE	5
1.2. MOTIVATION DE LA RECHERCHE	6
1.3. STRUCTURE DU MÉMOIRE	7
2. REVUE DE LITTÉRATURE	9
PARTIE 1 : LES ASPECTS ESG	9
2.1. DÉFINITION DE L'ISR, DE LA RSE ET DU TERME ESG.....	9
a) L'ISR.....	9
b) La RSE	10
c) Le terme ESG.....	10
2.2. L'ÉVOLUTION DE L'ESG.....	11
PARTIE 2 : LA GOUVERNANCE D'ENTREPRISE	13
2.3. LES THÉORIES AUTOUR DE LA RSE	14
2.3.1. La théorie des actionnaires	14
2.3.2. La théorie des parties prenantes	15
2.4. THÉORIE DE L'AGENCE.....	16
2.4.1. Conflits d'agence de type I.....	16
2.4.2. Conflits d'agence de type II.....	18
2.5. L'ACTIONNARIAT CONCENTRÉ	18
2.6. UNE TENDANCE DIFFÉRENTE SELON LES PAYS	20
2.7. OWNERSHIP IDENTITY	21
2.7.1. Famille.....	21
2.7.2. Institutionnel	23
2.7.3. Etat	25
2.7.4. Entreprise	26
2.7.5. Individuel.....	27
3. QUESTIONS DE RECHERCHE	29
3.1. LA CONCENTRATION DE L'ACTIONNARIAT	29
3.2. TYPES D'ACTIONNAIRES	30
3.3. LA DIFFÉRENCE ENTRE LES PAYS	32
4. DONNÉES	33
4.1. SÉLECTION DE L'ÉCHANTILLON.....	33
4.2. VARIABLES	34
4.2.1. Le score ESG	34
4.2.2. La mesure de la structure de l'actionnariat	35
4.2.3. Variables de contrôle	36
4.3. STATISTIQUES DESCRIPTIVES	37
5. MÉTHODOLOGIE	41
5.1. LES DONNÉES DE PANEL.....	41
5.1.1. Les Moindres Carrés Ordinaires groupés	42

5.1.2.	<i>Effets fixes</i>	42
5.1.3.	<i>Effets aléatoires</i>	43
5.2.	SPÉCIFICATIONS DU MODÈLE.....	45
5.3.	MODÈLE FINAL DE RÉGRESSION	47
6.	RÉSULTATS EMPIRIQUES	49
6.1.	L'IMPACT DE LA CONCENTRATION DE L'ACTIONNARIAT SUR LE SCORE ESG	49
6.2.	L'IMPACT DE L'IDENTITÉ DES ACTIONNAIRES SUR LE SCORE ESG	53
6.3.	L'IMPACT DE L'INTERACTION ENTRE LA CONCENTRATION DE L'ACTIONNARIAT ET L'IDENTITÉ DE L'ACTIONNAIRE PRINCIPAL SUR LE SCORE ESG.....	54
6.4.	L'IMPACT DU PAYS SUR LE SCORE ESG	61
6.5.	L'ANALYSE DES HYPOTHÈSES	64
6.5.1.	<i>La concentration de l'actionnariat</i>	64
6.5.2.	<i>Les types d'actionnaires</i>	65
6.5.3.	<i>La différence entre les pays</i>	67
7.	LIMITATIONS	69
8.	CONCLUSION	71
9.	BIBLIOGRAPHIE	73
10.	ANNEXES	87
	<i>Annexe 1 : Aperçu des actifs mondiaux socialement responsable de 2016 – 2018 – 2020 en milliards de dollars</i>	87
	<i>Annexe 2 : La répartition des ISR par type d'investisseur de 2013 à 2017</i>	87
	<i>Annexe 3 : Répartition de l'échantillon par pays</i>	88
	<i>Annexe 4 : Répartition de l'échantillon par industrie</i>	88
	<i>Annexe 5 : Répartition de l'échantillon par année</i>	89
	<i>Annexe 6 : Score ESG – Refinitiv</i>	89
	<i>Annexe 7: Groupement des actionnaires</i>	90
	<i>Annexe 8 : The Global Industry Classification Standard (GICS)</i>	90
	<i>Annexe 9 : Test de stationnarité de la variable P1</i>	91
	<i>Annexe 10 : Test de stationnarité de la variable P5</i>	91
	<i>Annexe 11 : Test de stationnarité de la variable P1/P2</i>	92
	<i>Annexe 12 : Test de stationnarité de la variable P1/P2-P4</i>	92
	<i>Annexe 13 : F-test de l'ajout des variables d'identité des actionnaires dans les quatre modèles de regression de concentration de l'actionnariat</i>	93
	<i>Annexe 14 : F-test de l'ajout des termes d'interaction dans les quatre modèles de regression de concentration de l'actionnariat et d'identité des actionnaires retardés de 3 ans</i>	94
	<i>Annexe 15 : F-test de l'ajout des termes d'interaction dans les quatre modèles de regression de concentration de l'actionnariat et d'identité des actionnaires retardés d'1 an</i>	95
	<i>Annexe 16 : Moyenne de la mesure de concentration P1 et du score ESG par pays</i>	96
	EXECUTIVE SUMMARY	98

Liste des tables

<i>Table 1 : Statistiques descriptives</i>	38
<i>Table 2 : Matrice de corrélation de Paerson</i>	38
<i>Table 3 : F test et test du multiplicateur de Lagrange de Breusch et Pagan</i>	45
<i>Table 4 : Tests d'hétéroscédasticité et d'autocorrélation</i>	45
<i>Table 5 : Test d'Hausman</i>	46
<i>Table 6 : Test de Wald pour les effets temporels</i>	47
<i>Table 7 : Résultat de l'impact de la concentration sur le score ESG</i>	49
<i>Table 8 : Résultats de l'impact de la concentration retardé d'1, 2 et 3 ans de l'actionnariat sur le score ESG</i>	51
<i>Table 9 : Résultats de l'impact de l'identité et de la concentration de l'actionnariat décalées de 3 ans sur le score ESG</i>	53
<i>Table 10 : Résultats de l'impact de l'effet d'interaction décalé de 3 ans entre l'identité et la concentration de l'actionnariat sur le score ESG</i>	55
<i>Table 11 : Résultats de l'impact de l'effet d'interaction retardé de 0, 1 et 2 ans entre l'identité et la concentration de l'actionnariat sur le score ESG</i>	57
<i>Table 12 : Effet d'interaction entre P1 et l'identité des actionnaires</i>	59
<i>Table 13 : Effet d'interaction P1/P2 et l'identité des actionnaires</i>	59
<i>Table 14 : Résultats de l'impact de l'effet de l'interaction entre la concentration de l'actionnariat et les pays sur le score ESG</i>	62

Liste des abréviations

ISR	Investissement Socialement Responsable
ODD	Objectifs de Développement Durable
ESG	Environnemental, Social et de Gouvernance
RSE	Responsabilité Sociale des Entreprises
DC	Droit Civil
LT	Long Terme
CT	Court Terme
EF	Entreprise Familiale

1. Introduction

1.1. Contexte de la recherche

Depuis quelques années, la problématique du changement climatique prend de plus en plus d'importance dans notre société. Les inquiétudes face à ce changement ne font qu'augmenter et nous savons que ces inquiétudes sont justifiées. C'est pour cette raison que des solutions doivent voir le jour dans l'ensemble des secteurs, le monde entier étant concerné. Le secteur économique ne fait pas exception à la règle. Au contraire, les entreprises ont été perçues comme étant un acteur majeur des problèmes sociaux, environnementaux et économiques durant les dernières années (Porter & Kramer, 2018). Il paraît donc essentiel que certaines mesures soient mises en place afin de pallier ces problèmes. L'investissement socialement responsable (ISR) émerge comme une solution potentielle dans le secteur financier. De nos jours, les investisseurs ont effectivement besoin d'agir activement face à des problèmes qu'ils considèrent comme étant plus importants, tels que le changement climatique (Talan & Sharma, 2019). L'ISR a donc commencé à entrer dans le courant dominant des pratiques d'investissement (Badía et al., 2020).

Ces préoccupations se sont renforcées en 2020 avec l'apparition de la crise du Covid 19 ayant engendré d'importants problèmes économiques et sociaux. Les entreprises ont alors ressenti un besoin supplémentaire d'agir pour le bien de la société. Cette crise sanitaire a démontré que la maximisation du profit n'était plus la seule priorité des entreprises. Au contraire, il est désormais essentiel pour les organisations de démontrer qu'elles contribuent positivement à l'amélioration de la société dans son entièreté (Krishnamoorthy, 2021).

Ces pressions, exercées par la société sur les entreprises dans le but que ces dernières adoptent un comportement responsable, se reflètent dans la législation mondiale (Ahlström, 2019). En 2015, deux grands accords internationaux ont découlé de cette urgence climatique : l'Accord de Paris et les Objectifs de Développement Durable (ODD) adoptés par les Nations Unies. L'Accord de Paris a été ratifié par 195 pays ainsi que par l'UE et reconnaît explicitement le rôle du secteur privé et du gouvernement national dans la lutte contre le changement climatique (Commission Européenne, s. d.). Aujourd'hui, le comportement des sociétés s'étend de manière continue entre deux positions extrêmes : d'un côté, une conduite passive réagissant uniquement aux réglementations et de l'autre une conduite proactive, suivie par des entreprises désireuses de mettre volontairement en place des actions (Calza et al., 2014). L'évaluation des entreprises sur base des critères ESG permet de comparer facilement les entreprises (Spitzer & Mandyck, 2019), en identifiant les diverses attitudes vis-à-vis de la responsabilité sociale.

Selon Cyert et March (2005), l'entreprise est une coalition de parties prenantes. L'allocation des ressources résulte donc du résultat de négociations entre ces parties prenantes. Dans cette optique, la prise en compte des facteurs ESG constitue une réponse à la volonté des différentes parties de modifier leurs priorités. Néanmoins, la société n'est pas capable de répondre aux attentes de chaque groupe et doit faire des choix (Jensen, 2002). Parmi la coalition de parties prenantes, il existe un groupe ayant la spécificité d'exercer une influence sur la prise de décision dans l'entreprise. Cette catégorie particulière fait référence aux actionnaires. Il est bien établi dans la littérature que les actionnaires ont une influence importante sur les politiques des sociétés en vue de garantir un retour sur leur investissement (Shleifer & Vishny, 1997). Par conséquent, il est légitime de penser que les détenteurs d'actions sont également impliqués dans les décisions en matière d'engagement dans la Responsabilité Sociale d'Entreprise (RSE) (Oh et al., 2011). L'efficacité des politiques environnementales pourrait

éventuellement être influencée par la structure de l'actionnariat et par les différents types d'actionnaires présents dans l'entreprise (Calza et al., 2014).

La structure de l'actionnariat peut ainsi constituer un facteur déterminant pour le score ESG des entreprises. La compréhension de son influence sur l'engagement des sociétés dans des initiatives sociales peut potentiellement constituer un ajout utile en matière de développement de stratégies globales de durabilité et d'intégration de la durabilité dans les organisations. C'est dans ce cadre que le document a été motivé afin d'étudier la relation entre la structure de l'actionnariat et la performance des score ESG.

1.2. Motivation de la recherche

De nombreuses recherches se sont concentrées sur les conséquences du score ESG comme par exemple, le lien entre le score ESG et la performance financière (Earnhart & Lizal, 2006 ; (Hirigoyen & Poulain-Rehm, 2014 ; Mill, 2006 ; Waddock & Graves, 1997). Cependant, il est également important de se concentrer sur les facteurs influençant ce score ESG (Oh et al., 2015). C'est la raison pour laquelle cette recherche se penche sur un facteur en particulier : la structure de l'actionnariat. Durant les dernières décennies, le nombre de recherches portant sur l'effet de la structure de l'actionnariat sur la responsabilité sociale des entreprises (RSE) s'est multipliée. La structure de l'actionnariat étant un des principaux mécanismes de gouvernance d'entreprise, elle constitue un facteur important pouvant influencer les investissements dans la RSE (Oh et al., 2011). Cependant, malgré le nombre important de recherches sur ce sujet, les résultats restent mitigés. Ces avis contradictoires mettent en avant le besoin de plus amples recherches sur la gouvernance d'entreprise, qui, modestement, constitue la raison d'être de ce travail.

La majorité des études précédentes se concentraient sur un seul type d'actionnaire à la fois ((Bingham et al., 2010 ; Silva & Majluf, 2008) en partant du principe que la plupart des actionnaires visent les mêmes objectifs au sein de l'entreprise. Cette étude a pour but d'analyser de manière plus complète la structure de l'actionnariat. Pour ce faire, un ensemble de catégorie d'actionnaires sera analysé. Afin d'avoir un aperçu global de l'impact de la structure de l'actionnariat, nous étudierons également l'effet de la concentration de l'actionnariat sur le score ESG. Il existe également différentes dynamiques entre les groupes d'actionnaires. Peu d'études ont néanmoins testé empiriquement l'effet de ces interactions entre les différents groupes d'actionnaires sur la RSE (Oh et al., 2015). Cette étude va tenter d'étudier ces échanges par le biais de mesures de concentration relatives. Ces mesures permettront de capturer un éventuel impact des interactions entre différents groupes d'actionnaires sur leurs décisions en terme d'ISR.

De plus, la majorité des articles scientifiques concerne les Etats-Unis (Capelle-Blancard et al., 2021). Etant donné que l'Europe est très présente dans la RSE (*Global Sustainable Investment Review*, 2020), nous pensons qu'il est intéressant d'étudier des entreprises du marché européen. Les études portant sur l'Europe suggèrent d'étudier des pays anglo-saxons également afin d'analyser si des différences relatives aux divergences dans leurs systèmes, apparaissent (Calza et al., 2014).

Enfin, comme énoncé précédemment, l'investissement dans la RSE explose ces dernières années. La RSE a en effet subi une transformation considérable dans l'esprit des investisseurs et des dirigeants ces dernières années. La majorité des études présentes dans la littérature étudient la RSE et l'actionnariat à une époque où cette dernière ne revêtait pas encore autant d'importance

qu'aujourd'hui. Une étude portant sur des données plus récentes pourrait être intéressante afin de capturer cette évolution de la durabilité

1.3. Structure du mémoire

Afin d'étudier les différents aspects mentionnés ci-avant, la présente étude va se présenter de la manière suivante : la section 2 est dédiée à une revue de la littérature ainsi qu'à l'exposition de considérations théoriques pertinentes afin d'approfondir notre sujet d'étude. La section 3 développe nos différentes hypothèses sur base de la section 2. Les sections 4 et 5 abordent la collecte de nos données ainsi que notre méthodologie. Les sections 6 et 7 sont consacrées à la présentation de nos résultats ainsi qu'à certaines limites rencontrées. L'étude se termine par un récapitulatif final.

2. Revue de littérature

Pour commencer cette étude, il convient de passer en revue la littérature existante afin de contextualiser le sujet traité. Cette démarche sera divisée en deux parties.

La première porte sur le score ESG. Elle permet de définir correctement le terme ESG ainsi que d'autres concepts liés. Elle offre également un bref aperçu sur l'évolution de ce domaine.

La seconde partie concerne la gouvernance d'entreprise et aborde plusieurs théories qui en découlent, notamment la théorie de l'agence qui traite de la concentration de l'actionnariat. Un point présente ensuite les différences de structure de la propriété selon les pays. Enfin, les différents types d'actionnaires seront étudiés en détails.

Partie 1 : Les aspects ESG

2.1. Définition de l'ISR, de la RSE et du terme ESG

Dans la littérature actuelle, de multiples termes sont utilisés pour parler de durabilité dans les investissements, comme « investissements durables », « investissements verts », « investissements socialement responsables (ISR) », « responsabilité sociale des entreprises (RSE) » ou encore « ESG ». Il est donc primordial de commencer par clarifier tous ces termes car aucune définition précise n'a été adoptée (Villalonga, 2018). Il existe cependant des définitions qui se rejoignent et qui sont globalement acceptées par tous.

a) L'ISR

L'ISR est un type d'investissement prenant en compte des considérations éthiques et sociales, en plus des objectifs financiers traditionnels. Le Forum pour l'investissement durable et responsable¹ a donné une définition large de l'ISR comme étant « un processus d'investissement qui intègre des considérations environnementales, sociales et de gouvernance (ESG) dans la prise de décision afin de générer des bénéfices à long terme et un impact sociétal positif » (Ballestero et al., 2015).

Une autre définition largement utilisée et reconnue est celle d'Eurosif² (2021). La définition de l'ISR est :

« une approche d'investissement orientée vers le long terme qui intègre les facteurs environnementaux, sociaux et de gouvernance (ESG) dans le processus de recherche, d'analyse et de sélection des titres au sein d'un portefeuille. Il combine l'analyse fondamentale et l'engagement avec une évaluation des facteurs ESG, afin de mieux capter les rendements à long terme pour les investisseurs, et de profiter à la société en influençant le comportement des entreprises » (Eurosif, 2021, p11).

C'est cette définition qui sera utilisée dans ce mémoire.

¹ The Forum for Sustainable and Responsible Investment (<https://www.ussif.org/>)

² European Sustainable Investment Forum. (<https://www.eurosif.org/>)

b) La RSE

La RSE est généralement centrée sur quatre aspects principaux : rejoindre les objectifs qui produisent des profits à long terme, utiliser la force d'entreprise de manière responsable, intégrer les demandes sociales et contribuer à une meilleure société en faisant ce qui est éthiquement correct (Idowu et al., 2015). La RSE évoque l'intégration d'objectifs environnementaux et sociaux aux objectifs financiers traditionnels des sociétés dans leurs décisions stratégiques (Villalonga, 2018). Clark et Viehs (2014) définissent la RSE comme « englobant tous les comportements et processus organisationnels des entreprises qui affectent directement ou indirectement les parties prenantes de l'entreprise » (Clark & Viehs, 2014).

Il est cependant compliqué de définir ce qu'est la RSE car celle-ci évolue au fil du temps. En effet, durant la révolution industrielle, la diminution des heures de travail de 14 heures à 10 heures pouvait être considérée comme socialement responsable. Aujourd'hui, une journée de plus de 8 heures de travail semble inacceptable. La RSE peut donc signifier des choses différentes pour différentes personnes à des périodes différentes. C'est pourquoi il faut être prudent avec l'utilisation de ce concept et la manière dont il est défini. (Campbell, 2007).

c) Le terme ESG

Le terme ESG a fait sa première apparition dans un rapport intitulé « Who cares Wins ». The UN Global Compact Office a introduit trois facteurs qui contribuent au développement durable de la société mondiale, constituant ainsi une percée dans la mesure quantitative des efforts sociaux des entreprises. (United Nations, The Global Compact, 2004).

Les trois composantes (l'empreinte environnementale de l'entreprise (E), le degré de responsabilité sociale de l'entreprise (S) et la gouvernance d'entreprise (G)) créent la mesure agrégée ESG. Le pilier environnemental est lié à des questions telles que le changement climatique, les ressources naturelles ainsi que la pollution. Le pilier social englobe des questions telles que le respect du droit des employés, la diversité et les droits de l'Homme. Le pilier gouvernance couvre des questions liées à la gouvernance d'entreprise comme la structure du conseil d'administration et la politique de rémunération ainsi que le comportement de l'entreprise, comme l'éthique des affaires et la corruption.

Un certain nombre d'agences de notation attribuent un score aux entreprises pour chaque pilier, ainsi qu'une mesure agrégée reprise sous le nom « score ESG ». Ces piliers fournissent des catégories générales afin d'évaluer la performance non financière des entreprises en matière de RSE et de durabilité.

Le score ESG doit être compris comme la mesure permettant d'évaluer les entreprises concernant la RSE (Clark & Viehs, 2014).

2.2. L'évolution de l'ESG

La Responsabilité Sociale des Entreprises (RSE) n'est pas une nouveauté. L'existence d'une composante sociale dans le comportement d'entreprise peut être observé depuis les anciennes lois romaines et le droit anglais pendant le Moyen-Âge (Latapí Agudelo et al., 2019). Les premiers « investisseurs éthiques » étaient des investisseurs religieux. En 1898, la Quaker Friends Fiduciary Corporation³ a décidé de mettre en place certaines restrictions afin d'éviter « les actions de péché ». Ces restrictions portaient sur une politique d'investissement sans armes, alcool et tabac. Cette technique fait référence à de la sélection négative (plus connue sous le nom de « negative screening » en anglais) (Roselle & Stanley, 2016).

C'est cependant à partir des années 1950 que le terme commence réellement à apparaître (Carroll, 1999). C'est notamment avec le livre « Social Responsibilities of the Businessman » de Howard R. Bowen en 1953 que la littérature moderne débute sur ce sujet. H.R. Bowen a mis en avant le besoin de changer la gestion et l'organisation des entreprises face à une préoccupation sociale croissante. Les propositions comprenaient, par exemple, des changements dans la composition des conseils d'administration et le développement d'un code de conduite pour les entreprises (Bowen, 1953). Cependant, peu d'entreprises se sont adaptées à ce nouveau thème à cette époque. Bowen a néanmoins permis une réflexion approfondie concernant les stratégies de gestion qui deviendront des pratiques standard, de nos jours, en matière de RSE (Carroll, 2009).

La RSE a ensuite continué à évoluer durant les décennies suivantes avec de nouvelles théories et de nouveaux aspects. Rahman (2011) a retracé les évolutions des six dernières décennies et a résumé la RSE en dix dimensions majeures : l'obligation envers la société, l'implication des parties prenantes, l'amélioration de la qualité de vie, le développement économique, les pratiques commerciales éthiques, le respect de la loi, le volontariat, les droits de l'Homme, la protection de l'environnement et la transparence et la responsabilité.

Le premier fonds d'investissement « éthique » est apparu en France en 1983. En 1997, il n'existait alors que sept fonds de ce type en France. A partir des années 2000, les principaux acteurs du secteur financier se sont alors intéressés aux questions de développement durable et de RSE afin d'en faire un marché (Capelle-Blancard et al., 2021).

L'ISR a fait un bond ces dernières années. La croissance de l'ISR résulte d'une combinaison de contraintes législatives ainsi que d'une pression des bénéficiaires actuels et futurs. En France, le nombre de fonds ISR était d'un peu moins de 500 en 2018 et arrive à près de 900 fin 2020 (Capelle-Blancard et al., 2021). C'est peut-être au Royaume-Uni que la croissance de l'ISR a été la plus rapide, encouragée par la législation gouvernementale. En effet, à partir de juillet 2000, le gouvernement a exigé que les fonds de pension déclarent leur politique en matière d'ISR. Cette mesure a été un moteur important de la croissance de ce type d'investissement, encourageant les administrateurs de ces fonds à élaborer des politiques responsables (Sparkes & Cowton, 2004).

³ La société religieuse des Amis, aussi appelée Mouvement Quaker, a été fondée au XVII^{ème} siècle en Angleterre. « La Friend Fiduciary Corporation est une organisation à but non lucratif Quaker qui fournit des services de gestion d'investissement socialement responsables, professionnels et rentables exclusivement aux réunions, églises, écoles et organisations des Amis » (*Friends Fiduciary Corporation*, 2020).

Ces pressions et incitations ont été renforcées par le phénomène des indices boursiers « socialement responsables », comme la série FTSE4Good⁴ et la série Dow Jones Sustainability⁵. Certaines entreprises indiquent d'ailleurs leur présence dans ces indices lors de leurs publications (Sparkes & Cowton, 2004) afin d'attirer des investisseurs. Ce n'est cependant pas la seule raison qui pousse les sociétés à investir dans la RSE et à améliorer leur score ESG. En effet, une bonne performance ESG peut également être considérée comme une source d'avantages compétitifs. Les investissements dans la RSE peuvent notamment enrichir certaines relations avec des parties prenantes comme les clients ou les employés (Rees & Rodionova, 2014).

La crise du Covid-19 a également eu un impact récent sur la RSE en mettant l'accent sur les risques écologiques qui menacent l'humanité. Cette pandémie semble avoir renforcé la prise en compte du score ESG. Les entreprises ayant de bons profils ESG ne semblent cependant pas avoir été épargnées durant la crise sanitaire. Les indices ISR ne se sont, eux non plus, pas différenciés de leur benchmark (Capelle-Blancard et al., 2021).

Selon le Global Sustainable Investment Review (2020), l'ISR mondial a atteint 35 milliards de dollars début 2020 sur les cinq marchés principaux couverts par ce rapport (l'Europe, les Etats-Unis, le Canada, L'Australie et le Japon). Ceci correspond à une croissance de 15% par rapport à 2018 et à une croissance de 55% par rapport à 2016. Le détail de l'ISR par région, exprimé en dollars se trouve en *Annexe 1*.

⁴ La série d'indices FTSE4Good représente des indices boursiers socialement responsables (ESG) administrés par le Financial Times Stock Exchange (FTSE). Le but de ces indices est de mettre en avant les entreprises ayant des scores ESG élevés (*FTSE4Good Index Series*, 2020).

⁵ Le Dow Jones Sustainability Index (DJSI) est une série d'indices lancés par S&P Dow Jones Indices et RobecoSAM en 1999. Ces indices mesurent le développement durable et sélectionnent les meilleures entreprises afin de créer des indices (*Dow Jones Sustainability Indexes*, 2012).

Partie 2 : La gouvernance d'entreprise

Cette seconde partie se focalise sur l'aspect de la gouvernance d'entreprise. Celle-ci fait référence au système instauré afin de diriger la société de façon optimale. Elle peut généralement se scinder en deux catégories : le modèle des actionnaires et celui des parties prenantes. La structure de l'actionnariat joue un rôle important dans la gouvernance d'entreprise étant donné que les propriétaires de l'entreprise votent pour les décisions prises au sein de la société.

La gouvernance d'entreprise a été l'objet de nombreuses recherches ces dernières décennies (Gillan, 2006). Malgré les nombreuses définitions qui peuvent en être données, elle peut être définie comme un système permettant de diriger et contrôler efficacement l'entreprise tout en préservant les intérêts des parties prenantes (Madhani, 2017). Elle peut également être définie, de manière plus restreinte, comme "les instruments mis en place afin de garantir le taux de rendement maximal pour les actionnaires" (Shleifer & Vishny, 1997). Elle a donc pour but d'équilibrer les intérêts des différents actionnaires et parties prenantes d'une entreprise.

De nombreuses théories de gouvernance d'entreprise ont été développées afin d'expliquer les différents rôles et les décisions de la direction des entreprises (Madhani, 2017). Parmi ces théories, nous pouvons retrouver la théorie des actionnaires ainsi que celle des parties prenantes mais la théorie principale reste la théorie de l'agence. Ces trois théories sont abordées en détails dans cette partie théorique.

La gouvernance d'entreprise repose généralement sur deux approches octroyant un certain pouvoir aux actionnaires (Shleifer & Vishny, 1997). Ce pouvoir peut provenir soit de protections juridiques soit d'une détention importante du capital de la société. Dans les deux cas, ces processus luttent contre d'éventuelles expropriations⁶ de la part des dirigeants envers les propriétaires de l'entreprise amenant des problèmes d'agence. L'expropriation managériale de fonds peut parfois prendre des formes plus élaborées qu'un simple retrait d'argent. Le mécanisme de pouvoir des actionnaires se basant sur des protections juridiques, connaît des disparités entre les pays. C'est pourquoi une partie est consacrée aux divergences potentielles de la structure de l'actionnariat entre les pays.

Aguilera et al. (2012) exposent leur point de vue sur les mécanismes de gouvernance⁷ « groupés ». Dans leur étude, Aguilera et al. (2012) se concentrent sur trois mécanismes de gouvernance : les pressions juridiques, la structure de l'actionnariat et les décisions du conseil d'administration. Selon eux, un mécanisme de gouvernance seul n'est pas suffisant pour améliorer la valeur de l'entreprise. En travaillant avec un ensemble de mécanismes de gouvernance, l'ajout d'un mécanisme peut servir à en améliorer un autre, conduisant à une gouvernance plus efficace. Ceci est confirmé par Oh et al. (2015), prouvant que des mécanismes de gouvernance plus forts sont nécessaires afin d'inciter les entreprises à s'engager dans la RSE. La gouvernance d'entreprise a démontré avoir un impact sur la RSE (Rees & Rodionova, 2014) (Aguilera et al., 2006). C'est en partant de cette hypothèse que de

⁶ Exproprier c'est « déposséder légalement quelqu'un de la propriété d'un bien » (*Définition « Exproprier »*, s. d.)

⁷ Les mécanismes de gouvernance d'entreprise font référence aux politiques, à la gestion d'une organisation afin de contrôler cette dernière. Ils sont aussi utilisés afin de réduire les inefficacités qui peuvent exister au sein de la gestion de l'entreprise. Ces mécanismes peuvent être internes comme le conseil d'administration ou la présence d'actionnaires importants. Ils peuvent également être externes comme le système légal ou les marchés financiers.

nombreuses recherches ont ensuite été effectuées sur le lien entre le type d'actionnariat et la RSE (Dam & Scholtens, 2012).

La base de la gouvernance d'entreprise étant présentée, nous pouvons maintenant examiner en détails les différents éléments de la gouvernance d'entreprise et plus particulièrement l'actionnariat.

2.3. Les théories autour de la RSE

Différentes théories de gouvernance d'entreprise ont affecté la manière dont les sociétés ont été gérées. L'évolution d'un modèle de gestion uniquement basé sur le profit vers un modèle prenant en compte les attentes de l'ensemble des parties des entreprises a aidé à développer la RSE. Il est donc intéressant d'expliquer ces théories majeures qui ont pu jouer un rôle dans le développement de la RSE et par la suite des scores ESG.

2.3.1. La théorie des actionnaires

Le débat moderne sur la responsabilité sociale des entreprises est lancé par l'économiste Milton Friedman en 1970. Ce dernier soutenait que les entreprises publiques ne possédaient pas d'obligations éthiques outre la maximisation du profit de ses actionnaires (Hill et al., 2006). Dans son livre, Friedman (1962) souligne que la « responsabilité sociale » des dirigeants d'entreprise ne consiste qu'à servir les intérêts de leurs actionnaires. Les opinions prônant le contraire vont, selon lui, à l'encontre du libre marché⁸. Dans ce type d'économie, l'unique responsabilité sociale de l'entreprise est d'utiliser ses ressources pour générer des bénéfices, sans se servir de la fraude. Ceci constitue l'épine dorsale de la théorie des actionnaires.

Friedman (1962) conseille une distinction claire entre la responsabilité des entreprises et la responsabilité sociale. Selon lui, les hommes d'affaires sont choisis par des particuliers afin de diriger les entreprises et ce n'est pas à eux de décider de ce qu'est l'intérêt social. Par exemple, la responsabilité sociale affirme que les entreprises devraient soutenir des activités caritatives. Cependant, selon Friedman (1962), ceci est une utilisation inappropriée des fonds de l'entreprise dans une société de libre marché. L'entreprise est un instrument pour les actionnaires qui la possèdent. Si la société décide de faire un don, les actionnaires ne sont pas en mesure de décider eux-mêmes de la gestion de leur argent. Ces dons devraient donc être faits par les actionnaires, qui sont les propriétaires ultimes de l'entreprise. Ce genre d'activités pousserait la société vers une séparation entre la propriété et le contrôle. Ceci renforcerait l'éloignement d'une économie de libre marché pour se rapprocher d'une économie contrôlée par l'Etat.

Friedman (1970) continue sa pensée sur la responsabilité sociale en disant que les hommes d'affaires faisant la promotion de la « conscience sociale » des entreprises sont les responsables de l'effondrement d'une société libre. L'entreprise ne peut pas avoir de réelle responsabilité puisqu'il s'agit d'une personne morale. Etant donné que seules les personnes physiques possèdent de réelles responsabilités, ce sont les dirigeants d'entreprise qui sont les personnes responsables. Leur responsabilité est « de mener l'entreprise conformément aux désirs des actionnaires et, sera généralement de gagner le plus d'argent possible tout en se conformant aux règles fondamentales de la société, à la fois celles inscrites dans la loi et celles incarnées dans la coutume éthique » (Friedman,

⁸ Le libre marché ou « Free Market » en anglais fait référence à un marché basé sur la loi de l'offre et la demande, avec peu voire aucun contrôle de l'Etat (*Free Market Definition*, 2022).

1970). Si les dirigeants ont cependant envie d'œuvrer dans la responsabilité sociale, ils peuvent le faire en tant que personnes physiques et non en tant qu'employés de leurs actionnaires. Ils dépensent alors leur propre patrimoine et non celui des actionnaires (Friedman, 1970).

L'idée principale derrière la théorie des actionnaires est donc que l'unique responsabilité de l'entreprise est celle d'assouvir les désirs de ses actionnaires, ce qui signifie en général maximiser leurs profits. Toute allocation de fonds n'allant pas dans ce sens est inefficace. La vision managériale a cependant bien évolué depuis cette théorie. La théorie des parties prenantes a su capter ce changement dans la gestion des entreprises et se concentre sur un public plus large et non plus simplement sur les actionnaires. Une différence majeure entre les deux théories est le point de vue : la théorie des actionnaires est une théorie économique alors que la théorie des parties prenantes est une théorie de gestion d'entreprise.

2.3.2. La théorie des parties prenantes

Pendant longtemps, la théorie classique en finance a consisté en une théorie de maximisation de la valeur pour les actionnaires. Selon cette théorie, les entreprises ne devaient rendre des comptes qu'aux actionnaires en maximisant leurs profits. Elles n'avaient donc pas la responsabilité de servir les intérêts des autres parties prenantes ni d'améliorer le bien-être de la société. Cependant, aujourd'hui, les entreprises se concentrent sur des objectifs qui vont au-delà de la maximisation des profits et améliorent le bien-être des autres parties prenantes (Liang & Renneboog 2017).

Cette nécessité de changement dans la gestion des entreprises a été constatée par Freeman (1984). Selon lui, il était temps de changer les théories de marché se concentrant uniquement sur l'efficacité et l'efficience. Les théories en place à ce moment-là n'étaient plus cohérentes avec les changements qui s'opéraient dans les années 80. Un changement conceptuel devait être mis en place dans cet environnement changeant. Les entreprises modernes ne devaient plus uniquement satisfaire les fournisseurs et les clients afin de réussir mais elles devaient également prendre en considération un tas d'autres groupes. L'approche des parties prenantes offre un moyen de comprendre l'environnement ainsi que de le gérer de manière positive et proactive (Freeman, 1984).

Le terme « parties prenantes » englobe toute une quantité d'acteurs en lien avec l'entreprise, qu'ils soient internes ou externes. On retrouve sous cette appellation les propriétaires, les clients, les employés, les fournisseurs mais également les éléments extérieurs à l'entreprise comme le gouvernement, les concurrents et même les médias (Freeman, 1984).

L'objectif de la théorie des parties prenantes est donc de réorganiser les processus organisationnels afin de prendre en compte tous les acteurs concernés. Cette théorie pousse ainsi les dirigeants à créer de la valeur et à coopérer avec les forces internes mais aussi externes.

Le but de l'entreprise selon la théorie des parties prenantes est donc de créer de la valeur pour l'ensemble de ses parties prenantes. L'utilisation principale de cette théorie venait en complément de la théorie des actionnaires puisque l'idée fondamentale de la théorie des parties prenantes est la rencontre des intérêts de toutes les parties, y compris les actionnaires. L'idée qu'un groupe particulier doit toujours être placé en priorité par rapport aux autres, comme dans la théorie de l'actionnaire, n'est pas correcte. La gestion optimale d'une entreprise ne doit pas se faire à travers un compromis entre les différentes parties prenantes mais plutôt dans l'équilibre des intérêts communs. Comblent l'entière des parties est le meilleur moyen d'obtenir des résultats à long terme. Cependant, les deux théories ont été mises en confrontation au fil des années (Freeman, 2010).

L'idée principale derrière la théorie de Freeman est que l'entreprise doit être gérée pour les parties prenantes et doit relier les intérêts communs des différents groupes. Les entreprises peuvent avoir un objectif autre que la maximisation du profit et cet objectif rassemble différents groupes afin d'œuvrer à un but commun. Une gestion efficace des parties prenantes d'une entreprise lui permettrait de générer un avantage concurrentiel et de créer de la valeur à long terme (Erhemjamts & Huang, 2019). C'est pourquoi la théorie des parties prenantes est devenue l'une des principales optiques à travers lesquelles la RSE est décrite, gérée et évaluée. Cette méthode de gestion permet en effet de mettre les obligations éthiques et morales comme point central de l'entreprise (Bingham et al., 2010). Chaque partie prenante pouvant exercer une influence différente sur le processus décisionnel des entreprises, il est important que la société puisse s'adapter aux attentes des différentes parties prenantes (Esposito De Falco et al., 2021).

Ces 2 théories insinuent donc que selon le type de gestion d'une entreprise, la quantité ainsi que le type d'engagement en matière de RSE ne seront pas similaires. Ces théories divisent en effet « l'entreprise traditionnelle » et la RSE, en se concentrant généralement sur l'une ou l'autre séparément.

2.4. Théorie de l'agence

La théorie de l'agence est une théorie née de la séparation entre les actionnaires (les propriétaires de l'entreprise) et les dirigeants de l'entreprise. Cette séparation vient de la dispersion de l'actionariat. La présence d'un grand nombre d'actionnaires disperse en effet le pouvoir de décision de ceux-ci et transfère ce pouvoir aux dirigeants de l'entreprise (Weinstein, 2012). Les actionnaires ne sont donc plus en mesure de gérer les sociétés qu'ils possèdent. Ces derniers doivent alors engager des agents (les dirigeants d'entreprise) afin de gérer l'entreprise à leur place (Jerzemowska, 2006). On peut distinguer deux principaux types de conflits d'agence : l'un concerne les conflits entre les actionnaires et les dirigeants d'entreprise (conflits d'agence de type I) et l'autre traite des conflits entre les actionnaires majoritaires et les actionnaires minoritaires (conflits d'agence de type II) (Lei et al., 2013).

Ces deux types de conflits sont expliqués plus en détail dans cette section et en particulier leurs rôles dans le contexte de RSE et donc du score ESG.

2.4.1. Conflits d'agence de type I

Berle et Means (1932), dans leur livre « L'entreprise moderne et la Propriété Privée⁹ », abordent le sujet de la gouvernance d'entreprise. C'est la première fois que le sujet de la séparation entre la propriété de l'entreprise et le contrôle, est abordé. Ils démontrent qu'il peut exister un conflit entre ces deux parties, étant donné que les dirigeants d'entreprise ont tendance à rechercher leur profit personnel au détriment de celui des actionnaires.

La théorie de l'agence est ensuite amenée par Jensen et Meckling (1976). Ces derniers définissent la relation d'agence comme « un contrat en vertu duquel une ou plusieurs personnes (les principaux) engagent une autre personne (l'agent) à fournir un service en leur nom, ce qui implique de déléguer un certain pouvoir de décision à l'agent » (Jensen & Meckling, 1976). Si les deux membres de la relation

⁹ Traduit de l'anglais « Modern Corporation and Private Property »

veulent maximiser leur utilité, alors l'agent n'agira pas toujours dans le meilleur intérêt du principal. La relation entre les actionnaires (les principaux) et les dirigeants d'entreprise (l'agent) correspond à la définition d'une relation d'agence pure (Jensen & Meckling, 1976). Ce type de conflit se nomme « conflit d'agence de type I ».

Celui-ci apparaît davantage lorsque l'actionnariat est dispersé. En effet, les actionnaires sont nombreux, ce qui réduit leur pouvoir de décision. La source majeure de conflits réside alors entre les actionnaires et les dirigeants de l'entreprise. La divergence d'intérêt entre ces 2 parties peut prendre plusieurs formes comme la vente d'actifs de l'entreprise à des prix plus bas que le marché à une autre entreprise détenue par le dirigeant ou encore lorsque le dirigeant reste aux commandes de l'entreprise alors qu'il ne possède plus les compétences requises (Delgado-García et al., 2010). Afin de limiter les conflits d'agence, certains coûts additionnels appelés « coûts d'agence » doivent être supportés. Ces coûts servent à résoudre ces divergences entre les dirigeants et les actionnaires (Jerzemowska, 2006).

Berle et Means avaient supposé que toutes les grandes entreprises publiques convergeraient vers une structure du capital caractérisée par la séparation de la propriété et du contrôle. Cependant, les preuves empiriques contemporaines ne suivent pas tout à fait ce modèle. Au lieu de se diriger vers une structure de capital unique, le vingtième siècle a connu la polarisation de la structure des entreprises entre deux systèmes rivaux de gouvernance d'entreprise : un système d'actionnariat dispersé et un système d'actionnariat concentré (Coffee, 2001).

La théorie de l'agence, dans le contexte de la RSE, se manifeste par un surinvestissement des dirigeants dans les ISR afin d'améliorer leur réputation et se définir comme des managers socialement responsables. Puisque ce surinvestissement se fait au détriment des actionnaires, un problème d'agence apparaît (Arora et al., 2021 ; Barnea & Rubin, 2010).

Les conflits d'agence concernant la RSE peuvent apparaître avec n'importe quel groupe d'actionnaires et les avis divergent sur ce point dans la littérature.

L'actionnaire « famille » est perçu par certains comme étant un acteur permettant d'aligner les intérêts à long terme des parties prenantes (Oh et al., 2015). D'autres pensent plutôt qu'il fait naître un conflit et que ces dirigeants détenant une partie importante d'actions vont agir dans leur propre intérêt car leur entreprise est réellement attachée à eux (Morck et al., 1988).

Les investisseurs institutionnels¹⁰ suscitent, eux aussi, des avis différents sur la question. Certains affirment que ces investisseurs permettent de prendre des décisions alignées avec les intérêts à long terme des investisseurs (Jensen & Meckling, 1976). D'autres pensent qu'une grande proportion de ce type d'investisseurs dans une entreprise va mener à des conflits entre les différents investisseurs institutionnels, diminuant ainsi leur supervision de la gestion. En effet, les différents investisseurs institutionnels n'ont pas les mêmes préférences en termes de stratégies d'entreprise. Ces dernières auraient même plutôt tendance à être conflictuelles, empêchant ainsi d'encourager les entreprises à s'engager dans la RSE (Hoskisson et al., 2002).

¹⁰ Les investisseurs institutionnels font référence ici aux fonds communs de placement, aux fonds de pension, aux compagnies d'assurance, aux gestionnaires d'actifs,

2.4.2. Conflits d'agence de type II

Le défi principal de gouvernance sur de nombreux marchés européens vient du problème d'agence entre les actionnaires majoritaires et les actionnaires minoritaires (Lei et al., 2013). Ce type de conflits d'agence se nomme « conflits d'agence de type II ».

Dans de nombreux pays européens, le système juridique est basé sur le droit civil. Ce système protège moins ses actionnaires, les conduisant à former des groupes d'actionnaires plus grands afin de se protéger (Isakov & Weisskopf, 2014 ; La Porta et al., 1998). L'actionnariat étant plus concentré, les propriétaires de l'entreprise peuvent plus facilement gérer les dirigeants. Ceci leur permet de diminuer leur vulnérabilité à l'expropriation de valeur, réduisant ainsi le conflit d'agence de type I (Delgado-García et al., 2010). Cependant, des conflits peuvent commencer à apparaître entre les différents groupes d'actionnaires car tous les groupes n'ont pas les mêmes intérêts. Certains groupes étant majoritairement représentés dans l'actionnariat, un autre conflit d'agence peut apparaître. Les actionnaires majoritaires vont prendre des décisions leur permettant de maximiser leur satisfaction, au détriment des intérêts des actionnaires minoritaires (Aguilera et al., 2012 ; Delgado-García et al., 2010). Ce type de conflit se nomme « conflit d'agence de type II ».

Dans le cadre de la RSE, un conflit potentiel peut apparaître entre les actionnaires « famille », détenant généralement la majorité des parts et « liés » à l'entreprise, et les autres actionnaires, plus petits dans la structure du capital, qui eux « ne sont pas liés » à celle-ci. Les investisseurs « liés » à l'entreprise sont des investisseurs qui ont leur réputation, leur identité ou encore leur héritage lié à l'entreprise. Les investisseurs « non-liés » sont simplement des investisseurs souhaitant diversifier leur portefeuille (Barnea & Rubin, 2010). Des conflits d'agence de type II peuvent donc survenir suite à ces divergences concernant leurs préférences d'investissements ainsi qu'à leurs différences de poids au sein des processus de décision. Ces conflits peuvent se présenter avec n'importe quel type d'actionnaire n'ayant pas les mêmes objectifs au sein d'une même entreprise.

Afin de pouvoir saisir pleinement les effets de la structure de l'actionnariat sur la RSE, il est nécessaire de prendre en compte ces interactions entre les différents groupes d'actionnaires (Oh et al., 2015). Les différents poids des propriétaires mêlés à leurs différentes préférences peuvent aboutir à des réticences ou au contraire à des améliorations concernant les investissements dans la RSE.

2.5. L'actionnariat concentré

La théorie dominante dans la littérature académique était, jusqu'à récemment, que la majorité des entreprises publiques possédait un actionnariat dispersé. Cependant, des études sur la structure actionnariale ont démontré que la plupart des entreprises possédaient un actionnariat concentré. Ceci se traduit par le fait qu'un ou plusieurs actionnaires possèdent un très grand pourcentage des parts de l'entreprise. Ces « gros actionnaires » peuvent faire partie de différentes catégories d'actionnaires comme la famille, l'état, des établissements financiers ou encore d'autres entreprises (Isakov & Weisskopf, 2014). Un acteur reconnu pour sa forte influence sur les décisions stratégiques de l'entreprise est l'investisseur institutionnel. En effet, ces actionnaires possèdent en général une grosse partie des entreprises dans lesquelles ils sont impliqués, ce qui leur procure un pouvoir de vote conséquent ainsi que des compétences supérieures en matière de collecte d'informations et de suivi de la gestion (Alda, 2019). Certains théoriciens de l'agence ont également suggéré que la surveillance de la gestion était mieux assurée par des actionnaires extérieurs, non employés dans l'entreprise. Les

dirigeants seraient en effet plus réticents à suivre des comportements responsables s'ils ne sont pas correctement motivés et contrôlés (Calza et al., 2014).

Il paraît naturel que les actionnaires possédant un grand pourcentage de l'entreprise soient considérés comme ayant plus d'influence sur les décisions mises en place. Effectivement, un acteur détenant un pourcentage important de la société peut acquérir la capacité de surveiller ainsi que d'influencer les décisions de l'entreprise (Calza et al., 2014). Cette grande représentation au sein de l'entreprise peut atténuer le conflit d'agence de type I mais faire apparaître des conflits d'agence de type II à la place, comme expliqué précédemment. Les gros actionnaires se servent de leur sur-représentation afin de tirer des bénéfices personnels de l'entreprise. Les conflits d'agence de type II sont bien plus dangereux pour les actionnaires minoritaires (Isakov & Weisskopf, 2014).

Lorsque l'actionnariat est plus concentré, les différentes parties prenantes peuvent donc avoir le sentiment qu'il est plus facile pour les plus gros actionnaires de contrôler les décisions des dirigeants et réduit la possibilité d'expropriation de la part de ces derniers. Cependant, à partir d'un certain degré de concentration, ces parties prenantes peuvent considérer que les actionnaires majoritaires peuvent à leur tour, exproprier de la valeur aux actionnaires minoritaires (Delgado-García et al., 2010).

La concentration de l'actionnariat peut être liée à la qualité de protection juridique des actionnaires du pays concerné (Isakov & Weisskopf, 2014). Il est en effet peu probable de retrouver un actionnariat dispersé dans des pays ne protégeant pas leurs droits, ce qui justifie la corrélation négative de ces deux éléments (La Porta et al., 1998). Il en ressort que certains pays sont caractérisés par des actionnariats plus concentrés.

Un actionnariat dispersé serait plus fréquent aux Etats-Unis ainsi qu'en Angleterre alors que les pays d'Europe continentale connaîtraient plus souvent un actionnariat concentré (Aguilera et al., 2012). De plus amples explications concernant les différences entre les pays seront fournies dans la partie suivante, dédiée à ce sujet.

La manière dont l'actionnariat est structuré a démontré avoir un impact sur le score ESG selon la littérature. Plus spécifiquement, si nous nous penchons sur le sujet de la concentration de l'actionnariat nous pouvons découvrir plusieurs études examinant un éventuel lien entre la concentration de la propriété et le score ESG. Rees et Rodionova (2014) ont mis en lumière le fait qu'un actionnariat concentré affectait négativement le score ESG. Ils ont effectué leur étude de 2002 à 2012 sur 46 pays. Cette relation négative se renforce davantage lorsque l'actionnaire « famille » occupe une grande place. Calza et al. (2014) ont également établi une corrélation négative en étudiant des entreprises européennes.

Dam et Scholtens (2012) ont obtenus des résultats hétérogènes selon l'identité de l'actionnaire majoritaire. Leur étude porte sur 691 entreprises européennes en 2005. Ils ont conclu que les actionnaires « non diversifiés » comme la famille ou les entreprises, sont associés à des scores ESG plus faibles alors que les actionnaires « diversifiés » comme les investisseurs institutionnels ou le gouvernement, ont un impact neutre sur la RSE. Li & Zhang (2010) précisent également qu'une distinction entre les différents types d'actionnaires doit être établie lors d'études sur la concentration de la propriété et la RSE car leurs motivations sur ce sujet ne sont pas homogènes.

Younas et al. (2014) apportent des résultats intéressants concernant la concentration de l'actionnariat sur la durabilité en étudiant différents pays. Selon eux, l'impact d'un actionnariat concentré sur la RSE dépendrait du pays. Leurs résultats démontrent qu'en Angleterre et aux Etats-Unis, la concentration aurait un impact négatif sur la durabilité alors qu'en Allemagne, cet impact serait positif. Ils associent ces divergences de résultats aux préférences distinctes des actionnaires allemands.

Ceci nous montre que le pays d'origine mais surtout que l'identité de l'actionnaire peut jouer sur l'effet de la concentration de l'actionnariat sur la RSE et amener des conclusions différentes. Une distinction entre les différents groupes ainsi qu'entre les pays permet donc une étude plus complète et exacte.

2.6. Une tendance différente selon les pays

La RSE est avant tout un choix particulier de l'entreprise. Cependant, certaines spécificités relatives à la structure de l'actionnariat, aux divergences d'opinions ou encore aux cadres réglementaires peuvent faire varier le score ESG selon les pays. Ces différences ont été largement étudiées dans la littérature et de plus amples explications vont être données dans cette partie.

Le comportement socialement responsable des entreprises est une tendance qui varie selon les pays. Les entreprises agissent généralement de manière socialement responsable lorsque des institutions politiques, économiques et culturelles incitent à de tels comportements. Il existe effectivement des variations entre les pays en matière de droit juridique, financier et de propriété (Campbell, 2007) se répercutant ainsi sur les investissements dans la RSE. Cette fluctuation entre différents systèmes économiques et institutionnels prouve qu'il est indispensable de prendre le système national de gouvernance en considération et non uniquement un mécanisme de gouvernance « global » lors d'études sur la durabilité des sociétés (Rees & Rodionova, 2014). L'étude de Maignan et Ralston (2002) a examiné les engagements publics envers le comportement socialement responsable de 100 entreprises en France, aux Pays-Bas, en Angleterre et aux Etats-Unis. Celle-ci a montré des réponses différentes dans les quatre pays. Ceci suggère que des politiques nationales spécifiques, ainsi que la culture peuvent être responsables de ces divergences. Les différentes motivations des investisseurs pourraient s'avérer être un facteur expliquant cette variation entre les pays (Ballestero et al., 2015).

Un élément notable pouvant expliquer ces différences entre les pays concerne la structure de l'actionnariat. Effectivement, les lois concernant les actionnaires et plus particulièrement la protection de ces actionnaires, diffèrent. Les lois concernant les protections des actionnaires sont liées aux systèmes juridiques utilisés dans les différents pays. Ces systèmes découlent de deux grandes racines : la jurisprudence¹¹, provenant du système anglais et le droit civil¹² (DC), découlant du droit romain. Le droit commercial moderne émane de trois grandes catégories au sein du droit civil : des modèles juridiques français, allemand et scandinave. La jurisprudence est un système apportant plus de protection pour les droits des actionnaires que dans un système juridique de droit civil. Les systèmes de droit civil, prenant leur origine dans le modèle français, sont quant à eux ceux qui apportent le moins de protection pour les droits des actionnaires. Les systèmes de droit civil allemand et scandinave se trouvent entre ces deux systèmes (La Porta et al., 1998).

Certains mécanismes sont néanmoins mis en place afin de contrer ce manque de protection des actionnaires. Le système légal de DC français est, par exemple, le seul qui applique un régime de distribution de dividendes obligatoire (La Porta et al., 1998). Un autre exemple concerne l'Allemagne. Les entreprises y sont légalement obligées de prendre en compte les intérêts des salariés. Ceci se concrétise à travers un système qui leur impose de fournir un nombre égal de sièges aux salariés et

¹¹ Plus souvent connue sous le nom de « common law » en anglais. C'est un système juridique qui se base sur les décisions prises antérieurement. Les codes de ce type de régime sont donc instaurés au fur et à mesure des condamnations individuelles.

¹² Le droit civil ou « Civil Law » en anglais est un système juridique dont les principes fondamentaux sont repris dans un code juridique. Les jugements sont donc basés sur ce qui est écrit au sein de ce code juridique.

aux actionnaires au conseil de surveillance (Liang & Renneboog, 2017). Ces différences en termes de protection des actionnaires amènent les pays à connaître des différences dans leurs actionnariats. C'est pourquoi il est important d'étudier plusieurs pays en parallèle lorsque qu'une étude sur la RSE est menée (Dam & Scholtens, 2012).

Le manque de protection dans certains pays peut également se traduire par un actionnariat plus concentré (La Porta et al., 1998). S'il n'existe pas de lois permettant aux investisseurs de contrôler l'entreprise, une solution potentielle réside dans la détention massive d'actions par un même actionnaire. Ce dernier détiendra alors un pouvoir décisionnel au sein de l'entreprise grâce à sa possession importante du capital. Les pays pratiquant la jurisprudence sont donc caractérisés par un actionnariat dispersé, dû aux protections plus élevées pour les actionnaires alors que dans les pays pratiquant le DC, le contrôle par des gros actionnaires est plus commun car leurs lois de protections sont plus faibles. (Delgado-García et al., 2010).

Une étude de Liang et Renneboog (2017) a utilisé un échantillon de 403.633 entreprises venant de 114 pays. Un aspect de cette étude était d'étudier le rôle de l'origine légale du pays sur le score ESG. Les entreprises étaient classées en 5 catégories afin d'étudier cette variable : origine commune anglaise, origine civile française, origine civile allemande, origine civile scandinave et origine sous régime socialiste (pays socialistes actuels et anciens). Les résultats ont démontré que les pays utilisant le droit civil sont plus susceptibles d'avoir des scores ESG plus élevés que les pays utilisant le droit commun. Les pays scandinaves ont été identifiés comme étant ceux ayant les scores les plus élevés. Ces résultats peuvent être mis en relation avec les résultats de l'étude de La Porta et al. (1998), expliquant que les pays utilisant le DC ont un actionnariat plus concentré, en raison du manque de protection des actionnaires. Puisque ces systèmes légaux sont associés à des actionnaires possédant de grandes parts de l'entreprise, leur pouvoir de décision est plus grand (Delgado-García et al., 2010). Ces études associent donc la concentration de l'actionnariat et un score ESG plus élevé. Younas et al. (2017) ont néanmoins souligné que l'effet de la concentration sur le score ESG est différent selon les pays.

2.7. Ownership identity

De nombreuses études se sont intéressées aux différences qu'il existait en termes de RSE selon différents actionnaires cibles. Peu d'études ont néanmoins étudié un panel de types d'investisseurs simultanément.

Certaines divergences d'intérêts peuvent amener les différents actionnaires à avoir des avis contradictoires en termes d'investissement dans la RSE (Dyer & Whetten, 2006). C'est pourquoi nous décidons de diviser les actionnaires en cinq catégories en nous basant sur les groupes instaurés par Dam et Scholtens (2012) et Rees et Rodionova (2013). Ces actionnaires sont groupés comme suit : Famille, Investisseurs Institutionnels, Gouvernement, Entreprises et Individus.

2.7.1. Famille

Il n'est pas rare de retrouver de la famille (ou plus souvent « insider » en anglais) dans l'actionnariat d'une entreprise. En effet, l'actionnariat familial représente la structure la plus courante (La Porta et al., 1999). Un tiers des entreprises américaines faisant partie du S&P 500 sont des structures familiales, plus de la moitié des entreprises de l'Asie de l'Est sont contrôlées par des familles et 44% des sociétés

d'Europe occidentale sont également contrôlées par la famille. (Abeysekera & Fernando, 2020). C'est pourquoi de nombreuses recherches se sont particulièrement concentrées sur ce type de structure (Bingham et al., 2010 ; Kappes & Schmid, 2013 ; Madden et al., 2020 ; Silva & Majluf, 2008)

Une entreprise familiale (EF) est « une entreprise dans laquelle les membres d'une famille exercent une influence significative par le biais du contrôle de la propriété et/ou de la gestion » (Bingham et al., 2010). C'est un type d'actionnariat particulier en raison de l'implication des membres de la famille au sein de la firme en matière de performance sociale de l'entreprise et de la gestion des parties prenantes importantes (Sharma, 2004). Une EF possède un fort élément social influençant les décisions concernant sa stratégie. Cet élément social apparaît car cette entreprise est l'incarnation des ambitions des membres de la famille. Ce qui rend cette organisation unique, c'est la poursuite dans le temps de ce caractère social grâce à la poursuite transgénérationnelle de la vision commune de la famille (Chrisman et al., 2005).

Ce type d'actionnaire a une vision différente de l'entreprise car il a un lien plus étroit avec la réussite de l'entreprise puisque les familles y investissent leur propre patrimoine. Ces actionnaires cherchent donc une maximisation réelle de la performance et de la prospérité de leurs entreprises. Les EF sont particulièrement orientées sur le long-terme car il y a l'idée de « succession transgénérationnelle ». Ce type d'organisation saisit donc des opportunités d'investissement sur le long terme alors que d'autres firmes, non-familiales, ne considèreraient pas ces investissements comme rentables (Kappes & Schmid, 2013). L'augmentation de l'actionnaire « famille » au sein d'une entreprise permettrait également un meilleur alignement avec l'objectif de maximisation de la valeur de l'entreprise (Barnea & Rubin, 2010 ; Rees & Rodionova, 2014).

Malgré le nombre important de recherches sur ce sujet, les résultats restent très mitigés quant à leur influence sur la RSE et donc sur leur score ESG.

Selon Barnea et Rubin (2010), il existe une corrélation négative entre la présence de l'actionnaire « famille » et les dépenses de RSE car celles-ci réduisent la valeur de l'entreprise. Le niveau de propriété permettant d'affirmer qu'un PDG est bien établi est nuancé. Il est en revanche généralement admis que les familles en tant que groupe d'actionnaires, sont presque toujours bien établies car la capacité des autres actionnaires à influencer le processus décisionnel de l'entreprise est limitée. L'actionnaire familial garde généralement le contrôle de la gestion de sa société augmentant encore son influence sur la prise de décisions de l'entreprise (Rees & Rodionova, 2014). Rees et Rodionova (2014) ont également démontré que la présence de la famille dans l'actionnariat diminuait le score ESG. Leur étude se focalise sur la concentration de l'actionnariat et plus particulièrement sur l'actionnariat familial concentré. Selon eux, les entreprises avec un tel type d'actionnariat seraient guidées par des bénéficiaires personnels. Etant donné que les actionnaires « familiaux » investissent leur propre argent, il n'est pas dans leur intérêt de détruire leur propre patrimoine. Ces actionnaires préféreront donc des cash-flows stables afin de pouvoir payer des dividendes élevés. Ces propriétaires ont donc moins de motivation à investir dans l'ESG.

Isakov et Weisskopf (2014) pensent que les EF sont, au contraire, soucieuses de leur réputation. L'image de l'entreprise se reflète directement sur la famille qui en est propriétaire. Il est essentiel que la stratégie à long terme ne soit pas purement financière mais prenne également en compte les attentes des autres parties prenantes. Ce type d'actionnariat pourrait, de ce fait, probablement diminuer les coûts d'agence de types 1 et 2.

Ces avis, somme toute contradictoires, de l'effet des EF sur la RSE amènent d'autres études à aborder le sujet d'une manière différente. Bingham et al. (2010) utilisent la théorie de l'identité

organisationnelle et la théorie de l'orientation identitaire. L'identité organisationnelle permet de répondre à la question « Qui sommes-nous en tant qu'organisation ? ». Elle correspond généralement à ce qui est le plus central, durable et distinctif d'une entreprise (Albert & Whetten, 1985). L'orientation de l'identité organisationnelle est une extension de la théorie de l'identité organisationnelle. Celle-ci permet de fournir un cadre qui aide à comprendre le lien entre une entreprise et ses parties prenantes. Les entreprises n'ont pas les mêmes motivations avec l'ensemble de leurs parties prenantes et ce sont ces différences qui influencent la manière dont les entreprises se concentrent sur les diverses revendications de ces acteurs (Bingham et al., 2010). Les résultats de cette étude démontrent que les entreprises familiales s'engageraient plus dans des initiatives sociales car elles ont une identité organisationnelle orientée « relationnel ». Elles cherchent donc des parties prenantes ayant des intérêts communs avec leur entreprise et essayeront de subvenir à leurs attentes. Dans leur étude, Bingham et al. (2010) se servent du classement par catégorie sur les performances sociales de Kinder, Lydenberg et Domini (KLD) afin d'évaluer la RSE. Ce classement permet d'évaluer la RSE selon deux dimensions : les « initiatives sociales » positives, où l'entreprise agit proactivement à l'amélioration de la société et la capacité de l'entreprise à éviter les « comportements nuisibles ». En revanche, l'étude de Bingham et al. (2010) n'a pas permis d'obtenir de résultats concluants en ce qui concerne les comportements nuisibles. Ceci est en accord avec l'orientation organisationnelle « individualiste » des entreprises non familiales car ces dernières évitent des comportements nuisibles qui pourraient avoir un impact négatif sur leur performance financière. Les entreprises familiales opéreraient donc pour une gestion proactive de leurs parties prenantes en comparaison avec les entreprises non familiales. Cette étude les a aidés à démontrer que la RSE peut être expliquée par les orientations identitaires que les entreprises ont envers leurs parties prenantes. Ils se servent donc de la vision descriptive de la gestion des parties prenantes pour expliquer certains comportements que les entreprises adoptent en ce qui concerne la RSE.

2.7.2. Institutionnel

Les investisseurs institutionnels sont des acteurs majeurs du système financier depuis déjà plusieurs décennies (Capelle-Blancard et al., 2021). Ils font référence aux fonds communs de placement, aux fonds de pension, aux compagnies d'assurance, aux gestionnaires d'actifs, Ils considèrent de plus en plus la durabilité des entreprises, au travers de leur score ESG, dans leurs décisions d'investissement (Alda, 2019). De multiples études ont porté sur ce type d'actionnaire (Dam & Scholtens, 2012) et plus particulièrement sur son impact sur le score ESG (Kim et al., 2019 ; Oh et al., 2015) Malgré tout, les résultats sur leurs répercussions concrètes restent vagues.

Ils détiennent une majorité des actions des entreprises cotées en bourse dans de nombreux pays (Erhemjamts & Huang, 2019). Ceci leur permet d'exercer une influence importante sur les entreprises. Ils sont notamment des « moteurs dans l'amélioration de politiques responsables des entreprises cotées en pratiquant l'activisme, la politique de vote et la gouvernance des entreprises » (Capelle-Blancard et al., 2021). C'est pourquoi les actionnaires institutionnels à long terme sont fortement incités à surveiller leurs entreprises. Leur propriété à long terme leur donne l'occasion d'influencer les décisions permettant aux entreprises d'améliorer la maximisation de leur valeur à long terme (Kim et al., 2019).

Parmi les pratiques utilisées par les investisseurs institutionnels on peut citer les « exit » ou encore le « voice ». Avec le premier, les entreprises les moins performantes en termes ESG sont boycottées et les fonds de placement s'en désinvestissent. Avec le second terme, il s'agit, au contraire, d'investir

dans l'entreprise afin de faire entendre sa voix dans celles qui sont « ESG performantes ». Les investisseurs institutionnels doivent désormais, légalement, divulguer la composition de leur portefeuille et leurs politiques de vote en ce qui concerne les initiatives ESG des entreprises. Ces données permettent d'examiner la prise en compte des facteurs ESG (Capelle-Blancard et al., 2021). Les investisseurs actuels s'intéressant de plus en plus à la durabilité, cette divulgation concernant leur portefeuille pousse les investisseurs institutionnels à se conformer à la demande. L'intégration du facteur ESG dans leurs décisions de placement devient primordiale.

Les études concernant les investisseurs institutionnels les considèrent généralement comme un groupe homogène partageant les mêmes objectifs. D'autres études en revanche affirment que chaque investisseur institutionnel revêt des caractéristiques différentes. L'horizon d'investissement est par exemple, un élément affectant les décisions au sein des entreprises (Alda, 2019 ; Kim et al., 2019). De précédentes études ont en effet déclaré que seuls les horizons à long terme (LT) justifiaient des investissements en RSE (Graves & Waddock, 1994). La RSE peut améliorer la valeur de l'entreprise à long terme de 2 manières : la réduction du risque de l'entreprise, comme des poursuites judiciaires liées à des activités socialement irresponsables et la maximisation de la valeur de l'entreprise venant du fait que, grâce à une réputation favorable, l'entreprise fidélise ses parties prenantes, poussant ces dernières à davantage remplir leurs contrats envers l'entreprise (Waddock & Graves, 1997).

Kim et al. (2019) supposent donc que les investisseurs institutionnels ayant un horizon à LT augmenteront les investissements dans la RSE et amélioreront ainsi le score ESG des entreprises. Ces investisseurs ont un effet incitatif à poursuivre des activités positivement liées à la valeur de l'entreprise sur le long terme. De plus, Kim et al. (2019) divisent les investisseurs LT en deux catégories : les investisseurs possédant de nombreuses participations dans peu d'entreprises, en surveillant donc activement la gestion et les investisseurs possédant des participations dans beaucoup d'entreprises, étant considérés comme « passifs » dans la gestion. Leurs résultats ont mis en avant que les entreprises possédant des actionnaires institutionnels à LT seraient associées positivement à la RSE. De plus, seuls les investisseurs institutionnels à LT qui ont une gestion « active » seraient associés positivement à des activités liées à la RSE. Erhemjamts et Huang (2019) ont également démontré que les investisseurs institutionnels avec des horizons d'investissement LT améliorent la RSE au niveau des entreprises qu'ils détiennent. Ces résultats paraissent logiques car les investisseurs LT pourront réaliser d'avantage d'investissements à LT comme les investissements socialement responsables (ISR) afin de maximiser la valeur à LT. Alors que les investisseurs à court terme (CT) ne voient que la maximisation de la valeur à CT et ne sont donc pas en mesure d'effectuer ce type d'investissement qui irait à l'encontre de leur objectif (Calza et al., 2014 ; Erhemjamts & Huang, 2019).

Calza et al. (2014) ont au contraire identifié une corrélation négative entre la proactivité environnementale et les investisseurs institutionnels. Ces résultats n'ont néanmoins pas obtenu de résultats statistiquement significatifs. Ils expliquent ces résultats différents par le fait que leur étude porte sur un échantillon différent. En effet, en Europe, le rôle des investisseurs institutionnels n'est pas aussi important que dans les pays anglo-saxons. Ces derniers seraient plutôt des investisseurs « traditionnels » opérant à court terme, rendant difficile l'exploitation de l'effet des actionnaires « long terme ». Ils utilisent également différentes mesures pour la RSE car plusieurs études antérieures ont mis en avant le fait que la RSE n'est pas « une taille unique ». Les mêmes résultats ont été obtenus malgré les différentes mesures utilisées.

Néanmoins, depuis la crise financière de 2008, une pénurie de capitaux à long terme persiste. Certains organismes comme l'OCDE, le G20 ou l'APEC mettent en place des projets afin de faciliter les investissements LT des investisseurs institutionnels car ils permettent notamment de soutenir les initiatives de croissance « verte » ainsi que des politiques de vote actif qui favorisent une meilleure

gouvernance d'entreprise (*The OECD Long-term Investment Project - OECD*, s. d.). Les avis concernant les investissements LT sont toutefois mitigés dans la littérature. Ceux-ci proviennent des deux théories souvent mises en opposition : la théorie des actionnaires et la théorie des parties prenantes, qui offrent des points de vue opposés sur les investissements dans la RSE (Erhemjamts & Huang, 2019) comme expliqué précédemment dans les points concernés.

2.7.3. Etat

Les participations de l'Etat sont des investissements en actions réalisés par des organismes gouvernementaux et des fonds souverains. Les termes « Etat » et « Gouvernement » sont utilisés de manière équivalente. Dans la plupart des pays, le gouvernement a la responsabilité d'améliorer la qualité de vie de la population ainsi que d'intégrer la résolution des défis environnementaux et sociaux dans sa stratégie d'investissement (OECD, 2010). Il a également d'autres responsabilités telles que, entre autres, l'emploi, l'éducation ou encore la santé. Un moyen pour l'Etat d'atteindre ses objectifs politiques consiste à investir directement dans des entreprises cotées en bourse. Les gouvernements pourraient donc essayer de faire progresser la RSE grâce à leurs investissements dans des entreprises (Dam & Scholtens, 2012). L'Etat représente généralement un actionnaire important, influençant les dirigeants d'entreprise au profit d'objectifs politiques particuliers. Les questions environnementales étant de plus en plus au cœur des préoccupations des gouvernements, il paraît raisonnable de penser que les parts détenues par les gouvernements sont associées à un niveau plus élevé de RSE (Calza et al., 2014).

Dam et Scholtens (2012) ont trouvé une relation neutre entre le gouvernement et la RSE. Ceci peut être dû à une évaluation plus approfondie des coûts et des bénéfices de leurs investissements et que ceux-ci se compensent. Cependant, les actionnaires pouvant être reliés à des dimensions spécifiques de la RSE, l'Etat serait associé négativement aux relations avec les parties prenantes des entreprises qu'il possède.

Boubakri et al. (2019) ont, eux, étudié le lien entre les entreprises privatisées¹³ et la RSE. Leurs résultats démontrent que les entreprises privatisées ont davantage d'investissements dans la RSE que les autres entreprises cotées. Ils ont également démontré que les entreprises partiellement privatisées (où le gouvernement possède encore une partie de l'entreprise) investissent plus dans la RSE que les entreprises totalement privatisées. Ceci peut s'expliquer par la domination des objectifs politiques du gouvernement sur les objectifs de maximisation du profit des nouveaux propriétaires de l'entreprise.

Calza et al. (2014) concentrent leur étude sur le lien entre la proactivité environnementale des entreprises et quatre types d'actionnariat : les investisseurs institutionnels LT, les investisseurs institutionnels CT, le gouvernement et l'actionnariat concentré. L'étude porte uniquement sur des pays européens non anglo-saxons. Leurs résultats démontrent qu'un pourcentage plus important de l'Etat dans l'actionnariat est associé à une plus grande proactivité environnementale. Ces résultats sont d'autant plus forts pour les entreprises appartenant au « groupe latin », étant situées en France, en Italie, au Portugal et en Espagne. Calza et al. (2014) expliquent ce résultat par le rôle encore très important de l'Etat dans ce type de pays ainsi que la préoccupation importante de l'environnement par les gouvernements actuels. Earnhart et Lizal (2006) ont également obtenu des résultats prouvant

¹³ Une entreprise privatisée est la vente délibérée d'une entreprise ou d'actifs détenus par l'Etat à des agents économiques privés.

que l'Etat améliorerait la performance environnementale des entreprises. Ils avaient également démontré que l'Etat avait tendance à détenir des participations dans des entreprises très polluantes. Cependant, cette étude prenait en considération des entreprises tchèques de 1993 à 1998. La problématique de l'environnement ayant fortement grandi ces dernières années, cette conclusion est à vérifier.

2.7.4. Entreprise

Les entreprises peuvent investir dans d'autres entreprises en plus de leur activité principale. Elles deviennent donc actionnaires dans d'autres entreprises. Ce type d'activité se nomme « investissements interentreprises ».

De manière générale, les investissements interentreprises peuvent être classés en deux catégories (Estevez, 2021) : les investissements dans des actifs financiers¹⁴ et les investissements dans des entreprises associées¹⁵ et des regroupements d'entreprises¹⁶.

Le premier type d'investissement décrit une situation où les titres sont détenus à des fins d'investissement. L'entreprise investit des fonds excédentaires afin d'augmenter sa rentabilité par le biais d'une participation au capital. Selon la théorie moderne du portefeuille, la diversification des titres est essentielle pour maximiser le rendement en prenant la quantité optimale de risques (Markowitz, 1952). Cette catégorie d'investissement est généralement associée à la détention d'une petite part du capital de l'entreprise cible, n'exerçant que peu voire pas d'influence sur la prise de décision stratégique.

Le deuxième type d'investissement comprend les investissements qui ne sont pas purement motivés par des raisons financières mais plutôt par des raisons stratégiques. Les investissements interentreprises sont en effet essentiellement effectués dans un but stratégique comme des fusions éventuelles, l'image de marque ou encore un potentiel futur (Hillier et al., 2011).

Un motif d'image de marque supposerait de créer explicitement un lien entre les deux entreprises afin d'associer ces dernières. Les consommateurs étant enclins à récompenser les entreprises soutenant des programmes sociaux (Becker-Olsen et al., 2006), l'image de marque pourrait être une raison incitant les propriétaires d'entreprises à s'engager activement dans la RSE pour le compte des entreprises cibles. En effet, en achetant une partie d'une entreprise, l'entreprise acquéreuse s'attend à ce qu'une bonne réputation de l'entreprise cible augmente sa propre réputation (Delgado-García et al., 2010).

Afin d'être en mesure d'exercer une influence significative sur les décisions des entreprises cibles, en vue d'atteindre leurs objectifs stratégiques, les entreprises propriétaires doivent jouir d'une participation relativement importante. Ceci conduit à l'hypothèse que les objectifs stratégiques dominent les motifs financiers « purs » en ce qui concerne les décisions d'investissement dans les entreprises cibles (Dam & Scholtens, 2012). Néanmoins, la plupart des objectifs stratégiques n'ayant pas de lien direct avec la RSE, il est probable que cet aspect soit tout simplement négligé car la RSE se retrouverait dans l'ombre d'autres motifs stratégiques.

¹⁴ Désigne généralement une participation de moins de 20% dans l'entreprise cible.

¹⁵ Désigne généralement une participation entre 20% et 50%

¹⁶ Les regroupements d'entreprises font référence à des fusions, des acquisitions ou encore des consolidations d'entreprises.

La détention importante de parts dans une autre société pour des raisons stratégiques s'associe généralement à une plus grande exposition au risque pour la société détentrice en raison du manque de diversification. Il est donc probable que ce type d'actionnaire soit réticent à l'idée de s'engager dans des investissements long terme avec des flux de trésorerie incertains. Par conséquent, il est raisonnable de s'attendre à ce que les entreprises possédant une forte participation, se concentrent davantage sur les programmes dont ils ont le plus de bénéfice à retirer (Rees & Rodionova, 2013).

2.7.5. Individuel

Les actionnaires « individuels » sont des personnes privées qui investissent en bourse pour leur compte personnel et non pour le compte d'un tiers. Ces actionnaires possèdent généralement une fortune moins importante que d'autres types d'actionnaires plus « gros » comme les investisseurs institutionnels et sont considérés comme des acteurs non-professionnels du marché.

La littérature a montré que les investisseurs individuels ont un tas d'autres motivations, outre la maximisation de leurs rendements, telles que la perception de dividendes et de cash-flow stables (Graham & Kumar, 2006), les incitatifs fiscaux (Sialm & Starks, 2012) ou encore l'éthique (Murashima, 2020). Les investisseurs particuliers se préoccupent non seulement du rapport rendement-risque de leurs investissements mais également de leur aspect moral lors de leurs décisions (Gödker & Mertins, 2017).

Les investisseurs privés ne peuvent se fier qu'aux informations qui sont diffusées afin de prendre des décisions d'investissement. Ce point les différencie d'autres investisseurs plus sophistiqués comme les investisseurs institutionnels qui ont un meilleur accès à l'information ainsi qu'une culture financière plus avancée. Ceci pourrait expliquer en partie les divergences de comportements entre ces différents actionnaires (Murashima, 2020). Barber et Odean (2011) soulignent que les investisseurs privés sont plus enclins aux erreurs de comportement et aux erreurs émotionnelles, contrairement à leurs équivalents professionnels. Murashima (2010) a obtenu des résultats concluants soulignant que les investisseurs privés réagiraient positivement à l'annonce d'évènements relatifs à la RSE. Ceci confirme que ces investisseurs placent leur argent dans un environnement où l'information est asymétrique¹⁷.

Les investisseurs privés peuvent être divisés en deux catégories bien distinctes : les investisseurs individuels, conscients de la durabilité et les investisseurs individuels conventionnels. Les premiers valorisent volontairement la RSE alors que les seconds n'en tiennent pas compte ou n'arrivent pas à l'identifier (McLachlan & Gardner, 2004). McLachlan et Gardner (2004), ont étudié les différences entre ces deux types d'investisseurs et ont établi une série de catégories afin d'en développer les profils en termes de stratégie d'investissement, d'importance des rendements financiers ou encore de démographie. Dans le marché de l'investissement durable, les investisseurs privés sont en nette évolution depuis 2013 où ils ne représentaient que 3,4%. En 2017, ce pourcentage s'élève à 30,77% sur le marché européen (Eurosif, 2018). Le graphe de répartition de l'ISR par type d'investisseurs d'Eurosif (2018) est présenté en *Annexe 2*.

Même s'il est clair que les investisseurs institutionnels dominent le marché, les investisseurs privés prennent de plus en plus de place depuis quelques années. Becker et al. (2022) ont d'ailleurs prouvé que la nouvelle législation européenne SFDR (Sustainable Finance Disclosure Regulation), en vigueur depuis début 2021, a aidé les investisseurs privés à modifier l'allocation de leur capital pour le placer

¹⁷ L'information asymétrique définit une situation où une partie d'une transaction économique détient plus de connaissance matérielle que l'autre partie de la transaction (Bloomenthal et al., 2021).

dans des fonds avec un score ESG plus important. Il est donc intéressant de se demander si ces investisseurs peuvent toujours être considérés comme un marché de niche dans l'investissement durable. De plus, les investisseurs privés subissent des coûts de surveillance plus élevés par rapport à des investisseurs plus sophistiqués comme les investisseurs institutionnels qui, eux, peuvent mettre leurs ressources en commun. Ceux-ci sont donc des superviseurs moins efficaces (Barber & Odean, 2011). Ceux-ci doivent donc posséder une part plus importante de l'entreprise afin de pouvoir en influencer les décisions.

3. Questions de recherche

Sur base de la théorie ainsi que des précédentes recherches, plusieurs hypothèses sont développées afin de répondre à la question de la présente recherche :

Quels sont les impacts de la structure de l'actionnariat sur le score ESG des entreprises cotées en bourse en Europe ?

Plusieurs dimensions de la structure de l'actionnariat seront testées dans cette étude afin de déterminer si elle a un impact sur le score ESG. Pour commencer, une série d'hypothèses est exposée concernant le type d'actionnaire présent dans l'entreprise. Ensuite, l'impact de la concentration de l'actionnariat sera pris en compte. Enfin, différents pays européens seront également analysés afin de pouvoir observer si une différence existe entre ceux-ci.

3.1. La concentration de l'actionnariat

Dans une entreprise, ce ne sont pas forcément les propriétaires qui ont le contrôle. L'actionnariat devient de plus en plus dispersé dans les organisations menant à un pouvoir moindre de la part des actionnaires. Il est en effet plus fastidieux pour eux de participer au contrôle des décisions qui est laissé aux dirigeants de l'entreprise (Fama & Jensen, 1983). Cette séparation peut se traduire par des conflits d'intérêts entre les différentes parties, créant des conflits d'agence. Ces conflits entre les dirigeants et les actionnaires sont qualifiés de « conflits d'agence de type I ». L'augmentation de la participation de l'actionnaire majoritaire permet de réduire ce type de conflit. Cependant, un autre type de conflit apparaît, le « conflit d'agence de type II ». Ces conflits font référence aux motivations différentes entre les actionnaires majoritaires et les actionnaires minoritaires, pouvant mener à des conflits (Isakov & Weisskopf, 2014). Etant donné qu'il est important de considérer les interactions entre les différents actionnaires lorsqu'on étudie la RSE (Oh et al., 2015), ces 2 types de conflits doivent être inclus dans l'analyse. Selon Villalonga (2018), le degré avec lequel les actionnaires ont la capacité d'exercer leur pouvoir dépend de l'influence significative qu'ils peuvent avoir sur l'entreprise à travers leur participation, dépendant à son tour du pouvoir relatif des autres parties prenantes de l'entreprise. Avec ceci, les hypothèses suivantes peuvent être émises :

Hypothèse 1 :

La participation absolue du plus gros actionnaire n'a pas d'impact significatif sur le score ESG.

Hypothèse 2 :

La participation relative du plus gros actionnaire a un impact significatif sur le score ESG.

3.2. Types d'actionnaires

Comme expliqué dans la théorie, de nombreuses études ont prouvé qu'il existait un lien entre la RSE et l'actionnariat présent dans les entreprises. La gouvernance d'entreprise étant le biais par lequel les différentes décisions sont prises, il paraît évident que les principaux acteurs de cette gouvernance influencent les investissements durables (Oh et al., 2015). Les actionnaires possédant une grande part de l'entreprise seront plus influents sur les décisions prises (Calza et al., 2014). Les conséquences des décisions de l'entreprise dépendent donc des caractéristiques, des motivations et des croyances des actionnaires qui ont un pouvoir de décision. L'identité des grands actionnaires exerce une influence importante sur la stratégie de l'entreprise (Thomsen & Pedersen, 2000). En conséquence, une hypothèse concernant l'identité des actionnaires est :

Hypothèse 3 :

L'identité des actionnaires majoritaires a un impact sur le score ESG

Parmi les différents actionnaires, **la famille** est le groupe ayant des intérêts privés directs et indirects à mettre en place des pratiques en lien avec la RSE. Comme vu précédemment dans la littérature, les résultats concernant cet actionnaire sont mitigés. Il existe effectivement deux manières principales de les interpréter. D'une part, il y a les auteurs qui parviennent à des résultats positifs dans le score ESG lorsque l'actionnaire « famille » détient une grande partie du capital. Ils justifient ces résultats par la vision à LT de l'actionnaire car il y a une « succession entre les générations », privilégiant les investissements sur le LT (Kappes & Schmid, 2013). Les entreprises familiales sont également soucieuses de leur réputation car l'image de l'entreprise se reflète directement sur la famille en possession de l'entreprise. Il est alors primordial que la stratégie à long terme de l'entreprise ne soit pas purement financière (Isakov & Weisskopf, 2014). D'autre part, certains auteurs parviennent à des résultats négatifs. Ces derniers sont admis car la famille ne voudrait suivre que son intérêt personnel étant donné que son propre patrimoine est investi dans l'entreprise. Ces actionnaires chercheraient donc uniquement la rentabilité afin de protéger la santé financière de l'entreprise (Rees et Rodionova, 2014). Cette seconde interprétation des résultats semble la plus probable. C'est pourquoi nous pouvons émettre l'hypothèse suivante :

Hypothèse 4 :

La présence de l'actionnaire « famille » comme actionnaire majoritaire est corrélée négativement avec le score ESG.

Les investisseurs institutionnels possèdent une grande partie du marché des entreprises cotées en bourse (Erhemjamts & Huang, 2019), ceci leur permettant d'exercer un pouvoir important sur les décisions des entreprises. Kim et al. (2019) et Erhemjamts et Huang (2019) supposent dans leurs études que les investisseurs institutionnels ayant un horizon à LT, augmentent les investissements dans la RSE et donc améliorent le score ESG des entreprises. Ces investisseurs LT peuvent en effet réaliser davantage d'investissements à LT, comme les investissements socialement responsables (ISR), afin de maximiser la valeur à LT des entreprises. Etant donné que divers organismes tels que l'OCDE mettent en place des projets visant à promouvoir les investissements à LT (*The OECD Long-term Investment Project - OECD*, s. d.) ou encore que de nouvelles législations apparaissent pour les investisseurs

institutionnels afin de pousser aux Investissements Socialement Responsables (ISR) (Becker et al., 2022), on peut supposer que les investisseurs institutionnels vont progressivement adopter une vision à long terme en Europe. Ceci nous conduit donc à l'hypothèse suivante:

Hypothèse 5 :

La présence d'investisseurs institutionnels comme actionnaire majoritaire est corrélée positivement avec le score ESG.

L'Etat a la responsabilité d'améliorer la qualité de vie de la population ainsi que d'intégrer la résolution des défis environnementaux et sociaux dans sa stratégie d'investissement dans la plupart des pays (OECD, 2010). Les questions environnementales étant de plus en plus au cœur des préoccupations des gouvernements, il paraît évident que les parts détenues par les gouvernements sont associées à un niveau plus élevé de RSE (Calza et al., 2014). La présence de l'État dans l'actionnariat d'une entreprise aidera à aligner les intérêts des gestionnaires et des actionnaires en ce qui concerne les investissements dans la RSE, améliorant ainsi le score ESG des entreprises. Cela offre également des avantages en termes de richesse ainsi qu'un horizon d'investissement à LT permettant de soumettre l'hypothèse suivante :

Hypothèse 6 :

La présence de l'Etat comme actionnaire majoritaire est corrélée positivement avec le score ESG.

Comme expliqué au travers de la revue de la littérature sur le sujet, **les entreprises** peuvent être actionnaires d'autres entreprises pour deux raisons : soit pour des raisons purement financières soit pour des raisons stratégiques. Afin que ces actionnaires puissent exercer une influence significative sur les décisions des entreprises cibles, les entreprises propriétaires doivent jouir d'une participation relativement importante. La participation importante interentreprises est généralement liée à des objectifs stratégiques (Hillier et al., 2011). Le manque de diversification dû à la détention importante de parts dans une autre société pour des raisons stratégiques, s'associe généralement à une plus grande exposition au risque pour la société détentrice. Ce type d'actionnaire serait donc plutôt réticent d'investir à long terme avec des flux de trésorerie incertains. Par conséquent, il est raisonnable de s'attendre à ce que les entreprises possédant une forte participation, se concentrent davantage sur les programmes dont ils ont le plus de bénéfices à retirer (Rees & Rodionova, 2013). Ceci conduit à notre hypothèse suivante :

Hypothèse 7 :

La présence d'entreprises comme actionnaires majoritaires est corrélée négativement avec le score ESG.

Eurosif (2018) rapporte une augmentation significative **des investisseurs privés** dans le marché de ISR. Cependant, leur présence dans ce marché reste relativement faible par rapport aux autres investisseurs. Ils souffrent également d'une asymétrie d'information par rapport aux acteurs plus sophistiqués du marché (Murashima, 2020) ainsi que de diverses motivations privées les poussant à commettre des erreurs dans leurs choix d'investissements (Barber & Odean, 2011). De plus, ils

possèdent une capacité financière moindre que les autres groupes d'actionnaires car leur taille est plus faible. Ceci signifie que pour avoir un pouvoir de décision dans les entreprises, les individus doivent détenir une grande partie de leur patrimoine dans la même entreprise, conduisant à un problème de diversification. Cette concentration de leur capital dans une même entreprise peut freiner les individus à prendre des risques dans les décisions stratégiques. Ceci amène l'hypothèse :

Hypothèse 8 :

La présence d'individus comme actionnaires majoritaires est corrélée négativement avec le score ESG.

3.3. La différence entre les pays

Plusieurs études mentionnées dans la théorie ont démontré que le score ESG variait selon les différents pays. Ces différences peuvent être dues à plusieurs facteurs. Les politiques nationales spécifiques, la culture et d'autres institutions, peuvent être responsables de ces divergences (Maignan & Ralston, 2002). Le facteur dominant ces divergences serait le régime politique des pays. Les deux régimes distincts sont : la jurisprudence, pratiquée par les pays anglo-saxons et le droit civil, pratiqué par la majorité des autres pays européens. Les lois concernant la protection des actionnaires diffèrent selon le régime juridique et donc selon les pays. La jurisprudence est un système apportant plus de protection pour les droits des actionnaires que dans un système juridique de droit civil. Ces différences en termes de protection des actionnaires amènent les pays à connaître des différences dans leurs actionnariats. Certains mécanismes sont donc mis en place afin de contrer ce manque de protection des actionnaires. La concentration de l'actionnariat est une conséquence du manque de protection des actionnaires. (La Porta et al., 1998). Les pays pratiquant la jurisprudence sont donc caractérisés par un actionnariat dispersé, en raison des protections plus élevées pour les actionnaires alors que dans les pays pratiquant le DC, le contrôle par des gros actionnaires est plus commun car leurs lois de protections sont plus faibles. (Delgado-García et al., 2010). Il est ainsi plus facile pour eux de faire se faire entendre en ce qui concerne les investissements dans la RSE. L'hypothèse concernant les pays est donc la suivante :

Hypothèse 9 :

Les pays accordant une protection plus élevée aux actionnaires connaissent des scores ESG plus faibles que les pays avec une protection des actionnaires plus faible.

4. Données

Dans ce chapitre, nous allons expliquer le choix de l'échantillon ainsi que la source des données. Une partie détaille les différentes variables utilisées dans les modèles sera également présentée. Enfin, les statistiques descriptives de l'échantillon seront analysées.

4.1. Sélection de l'échantillon

L'étude porte sur un échantillon d'entreprises européennes cotées en bourse dont le score ESG est disponible sur la plateforme Thomson Reuters. Afin d'avoir un panel d'entreprises diversifiées, que ce soit au niveau du secteur d'activité ou de la localisation, nous avons choisi d'utiliser les entreprises appartenant au Stoxx600¹⁸. La diversité de cet indice permettra d'étudier les différents secteurs ainsi que les différents pays européens. La base de données Thomson Reuters a été choisie car c'est l'une des plus grandes plateformes d'informations financières au monde. Avec sa branche Refinitiv, la plateforme évalue la performance Environnementale, Sociale et de Gouvernance ainsi que la performance ESG agrégée de plus de 12.000 entreprises dans le monde (Refinitiv, 2022).

De nombreuses agences ESG privées fournissent des scores se basant sur une méthodologie différente car aucune réglementation n'existe concernant les notations ESG. Selon la méthodologie, les scores ESG sont différents selon les agences de cotations. Pour cette étude, la base de données Eikon Thomson Reuters a été choisie afin de récolter les données liées à l'échantillon. L'utilisation d'une autre base de données pourrait, par conséquent, fournir des résultats divergents. Cependant, sur base d'une utilisation largement adoptée dans l'ensemble de la littérature, cette base de données est considérée comme adéquate pour cette recherche.

La période d'observation de l'échantillon s'étend de 2011 à 2020 en reprenant les données chaque début d'année. Pour chaque entreprise, les données concernant l'actionnariat ont été récoltées également avec la base de données Thomson Reuters pour les dix périodes analysées. Ces données comprennent la participation en pourcentage des cinq plus grands investisseurs de l'entreprise pour la totalité des actions en circulation. Chaque investisseur est classé individuellement selon son type, défini par la plateforme. Des variables de contrôle sont également utilisées dans les régressions et ont été recueillies auprès de Datastream. Le rôle de ces variables sera expliqué dans la partie « Variables ».

Etant donné que deux dimensions (le temps et l'actionnariat) doivent être étudiées simultanément, un modèle de données de panel sera utilisé. Certaines entreprises entrent ou sortent de l'échantillon au cours de la période étudiée. De ce fait, chaque individu i n'est pas observé pour toutes les périodes t . Ce type de modèle s'appelle un modèle en panel déséquilibré (Bourbonnais, 2018). Les entreprises vont intégrer l'échantillon en raison de leur entrée en bourse durant la période étudiée ou bien de l'attribution de leur premier score ESG par l'agence de cotation Thomson Reuters durant cette même période. Les entreprises qui le quittent le font suite à un retrait de la bourse ou pour des raisons de fusions et acquisitions ou encore pour cause de faillite. Exclure les entreprises n'obtenant pas d'observations pour l'ensemble de la période ou celles étant toujours cotées actuellement, pourrait

¹⁸ STOXX est une filiale de la bourse allemande et est considéré comme un leader dans les indices boursiers représentant les marchés européens et mondiaux. L'indice boursier Stoxx 600 représente un nombre fixe de 600 entreprises de toutes capitalisations dans 17 pays européens (Autriche, Belgique, Danemark, Finlande, France, Allemagne, Irlande, Italie, Luxembourg, Pays-Bas, Norvège, Pologne, Portugal, Espagne, Suède, Suisse et Royaume-Uni (Chen & Ganti, 2022).)

résulter en un biais de sélection d'échantillon limité¹⁹ ou en un biais de survie²⁰. C'est pourquoi l'ensemble des données n'est pas ajusté et est donc maintenu non équilibré.

Le logiciel Gretl ainsi que le logiciel R ont été choisis afin d'étudier les différents modèles de régression en panel. Le premier logiciel est un logiciel d'économétrie offrant la possibilité d'étudier des données en panel ainsi que de réaliser les différents tests permettant de choisir le type de régression adéquat. Le logiciel R a été utilisé lors de test plus complexe, difficilement réalisable sur Gretl. Ces tests seront développés de manière détaillée dans la partie « méthodologie ».

L'échantillon final comprend 575 entreprises et 4827 observations. La répartition de l'échantillon selon les pays, les industries et les années se trouve en *Annexes 3, 4 et 5*. L'exclusion de certaines observations est dû au manque de données d'un ou plusieurs facteurs étudiés. Cette exclusion est indispensable car les observations ne possédant pas l'ensemble des données, ne peuvent pas être étudiées. La principale source de manque de données provient du score ESG et par conséquent des différents piliers. Le manque de données comptables et de marché ainsi que les informations concernant les actionnaires ne réduit que très peu l'échantillon.

4.2. Variables

4.2.1. Le score ESG

Lors d'études remontant à une dizaine d'années, une limitation mentionnée est la difficulté de mesurer la RSE (Calza et al., 2014). L'avènement du score ESG apparait comme une solution à la mesure de cette RSE.

Le score ESG agrégé ainsi que les piliers individuels (Environnemental, Social et de Gouvernance) sont, comme expliqué précédemment, une mesure avec des spécificités pour chaque agence. Le choix ayant été fait d'utiliser la plateforme Thomson Reuters, le score ESG utilisé dans cette étude correspond donc à un score attribué par l'évaluation de Refinitiv.

Chaque pilier ESG permet de classer les données pertinentes en lien avec la durabilité des entreprises. Ces données sont classées selon le pilier adéquat. Les différentes catégories des piliers environnemental, social et de gouvernance sont repris dans *l'Annexe 6* et sont au nombre de dix. Le score de chaque pilier est une somme pondérée des sous-catégories. Le score ESG est la moyenne pondérée du score de chaque pilier. C'est donc la moyenne pondérée des dix catégories reprises dans les piliers (Refinitiv, 2022).

De plus, Refinitiv propose une mesure agrégée du score ESG, appelée ESGC par Refinitiv, prenant également en compte les controverses que les sociétés peuvent subir. L'objectif de ce score est de réduire les performances ESG des entreprises en prenant en considération les articles de presse négatifs. Lorsque les entreprises sont impliquées dans des controverses ESG, le score ESGC est calculé

¹⁹ Le biais de sélection d'échantillon est un biais résultant de l'incapacité d'assurer la sélection aléatoire de l'échantillon. Une mauvaise sélection de l'échantillon peut donc entraîner l'exclusion d'un type de population entraînant des résultats biaisés (Corporate Finance Institute, 2022).

²⁰ Le biais de survie est un type de biais d'échantillon qui apparait lorsque les données prises en compte sont uniquement des observations qui existent toujours. On ne prend pas en compte les observations ayant cessé d'exister (Chen, 2021).

comme étant la moyenne pondérée du score ESG et du score des controverses ESG. Si l'entreprise n'est pas impliquée dans des controverses, le score ESGC sera similaire au score ESG (Refinitiv, 2022). Cette mesure paraît plus appropriée car certains actionnaires prennent en compte les scandales portant sur le thème de la RSE dans leurs décisions d'investissement dans des entreprises (Murashima, 2020). Il paraît donc plus juste de prendre cette dimension supplémentaire en compte afin d'avoir un score ESG plus représentatif.

La méthodologie utilisée par Refinitiv est une notation par centile en utilisant la formule (Refinitiv, 2022) :

$$\text{score} = \frac{\text{no. of companies with a worse value} + \frac{\text{no. of companies with the same value included in the current one}}{2}}{\text{no. of companies with a value}}$$

Différents indicateurs sont utilisés dans chaque catégorie en appliquant la formule du score centile. Le score centile d'une catégorie correspond à la somme des scores centiles des différents indicateurs. Certains indicateurs ne sont pas utilisés dans un secteur particulier car ils ne sont pas pertinents. Pour les piliers E et S, le score des catégories est calculé en fonction du groupe industriel TRBC²¹ de l'entreprise. Pour le pilier G en revanche, c'est le pays qui est utilisé en référence (Refinitiv, 2022). Les scores attribués à chaque pilier sont donc basés sur les performances relatives, soit du secteur de l'entreprise pour les piliers E et S, soit du pays pour le pilier G.

4.2.2. La mesure de la structure de l'actionariat

Comme expliqué précédemment, plusieurs types de conflits peuvent survenir lors de la concentration de l'actionariat. Au moins deux causes de conflits peuvent affecter la prise de décision au sein d'une entreprise : les conflits d'agence de types I et ceux de type II. Le premier incarne la dimension de surveillance tandis que le deuxième représente la dimension de conflit entre les actionnaires (Mavruk et al., 2019). Selon Mavruk et al. (2019), une seule mesure de concentration de l'actionariat n'est pas suffisante pour appréhender les deux dimensions ; raison pour laquelle deux séries de mesures sont développées.

Les mesures utilisées afin de représenter la dimension de surveillance et par conséquent l'hypothèse 1 sont :

- P1 : le pourcentage de parts détenues par l'actionnaire le plus important.
- P5 : la somme du pourcentage de participation des cinq plus gros actionnaires.

Ces mesures sont considérées comme des indicateurs raisonnables de la concentration car le problème d'agence de type I est affaibli lorsqu'un ou plusieurs actionnaires ont un pouvoir concentré (Isakov & Weisskopf, 2014).

Les mesures utilisées afin de représenter la dimension de conflit entre les actionnaires et par conséquent l'hypothèse 2 sont :

- P1/P2 : le pourcentage du capital détenu par le plus grand actionnaire divisé par le pourcentage du capital détenu par le deuxième plus grand actionnaire.

²¹ The Refinitiv Business Classification correspond à la classification sectorielle de Refinitiv (Refinitiv, s. d.).

- P1/P2-P4 : le pourcentage détenu par le plus grand actionnaire divisé par la somme du pourcentage détenu par le deuxième jusqu'au quatrième plus grand actionnaire.

Ces deux dernières mesures permettent d'évaluer le pouvoir relatif des actionnaires. En effet, la possibilité que le plus gros actionnaire puisse agir dans son intérêt personnel est limitée par les autres actionnaires majoritairement représentés. Ces mesures permettent donc de saisir la dimension de conflit entre les actionnaires.

Les données concernant l'actionnariat de l'échantillon sont récoltées à partir de Thomson Reuters. Le type d'actionnaire est basé sur la classification des actionnaires fournie par la base de données. Ces différents types ont été regroupés afin de correspondre aux cinq catégories d'actionnaires analysées dans cette recherche, à savoir : les familles, les investisseurs institutionnels, l'Etat, les entreprises et les individus. *L'Annexe 7* spécifie la catégorisation des types d'actionnaires. L'identité de l'actionnaire fait référence au type de l'actionnaire principal de l'entreprise, comme mentionné lors des hypothèses.

4.2.3. Variables de contrôle

Il est courant lors d'analyses statistiques d'introduire des variables de contrôle afin de gérer leur influence sur le sujet d'étude. Les variables de contrôle sont en effet ajoutées dans une régression afin d'éviter que l'estimation des paramètres ne soit biaisée. Il est nécessaire d'ajouter des variables ayant également un impact sur la variable dépendante afin d'éviter ce biais (BSI Economics, 2014). Certaines variables ayant démontré avoir un impact sur la RSE seront contrôlées afin de fournir des résultats pertinents (Kim et al., 2019). L'ajout de variables de contrôles est une pratique courante dans les études financières afin d'éviter d'éventuels problèmes d'endogénéité (Barros et al., 2020).

La taille de l'entreprise

La taille de l'entreprise est incluse comme variable de contrôle car il a été démontré que les entreprises de plus petite taille s'engagent moins dans la RSE que les grandes (Burke & Logsdon, 1996). Ceci pourrait être expliqué par le fait que les grandes entreprises jouissent d'une plus grande visibilité et attireraient ainsi davantage l'attention du public sur leurs activités (Oh et al., 2015 ; Waddock & Graves, 1997). De plus, les grandes entreprises connaissent moins de contraintes de ressources et par conséquent plus de flexibilité financière ce qui leur permet d'accroître leur engagement dans la RSE (Kim et al., 2019). La taille de l'entreprise sera mesurée en utilisant le logarithme naturel du total des actifs, conformément aux recherches antérieures (Abeysekera & Fernando, 2020 ; Breuer et al., 2018 ; Madden et al., 2020 ; Ortas et al., 2018).

L'effet de levier ou Leverage

L'effet de levier est mesuré comme étant le total de dettes (dettes long terme et dettes court terme) par rapport au total des actifs. On sait que l'effet de levier a un impact sur la relation entre la performance financière et la RSE. Il peut avoir un impact positif ou négatif sur la valeur de l'entreprise. L'endettement peut en effet revêtir deux aspects. D'une part, il peut être négatif car il pourrait dissuader les dirigeants d'investir dans des projets créateurs de valeur en raison du poids important de la dette. D'autre part, il pourrait être positif car justement il dissuaderait les dirigeants de consacrer des ressources dans des investissements destructeurs de valeur (Ogden et al., 2003). Selon Orlitzky et Benjamin (2001), les entreprises possédant un score ESG élevé seraient considérées comme étant

moins risquées et bénéficieraient de coûts de capital plus faibles. L'effet de levier pourrait aussi constituer un indicateur concernant les ressources nécessaires d'une société afin d'être capable d'investir dans la RSE (Dowell et al., 2000).

Le Return on Asset

Le lien entre la performance financière des entreprises et la RSE a donné lieu à de nombreuses recherches dans la littérature. Les résultats sont néanmoins toujours mitigés à ce jour. Il est cependant clair que ce facteur a un impact sur la RSE. Selon Hirigoyen et Poulain-Rehm (2014) une amélioration de la performance financière serait un élément clé de l'investissement dans la RSE. Selon Waddock & Graves (1997), les entreprises possédant plus de ressources disponibles sont plus propices à investir dans la RSE. Une variable de contrôle fréquemment utilisée pour mesurer la performance financière est le « Return On Asset » (ROA).

Market to Book ratio (M/B)

Le ratio Market to Book est également une variable de contrôle dans l'évaluation de la performance financière des entreprises et est mesuré par la valeur boursière de l'action d'une entreprise, divisée par sa valeur comptable. Il peut être un indicateur essentiel car ce dernier inclut les effets des facteurs externes sur la performance interne de l'entreprise. Ce ratio peut être utilisé pour mesurer la détresse financière des entreprises or les entreprises n'étant pas en détresse financière semblent être associées à de meilleurs investissements dans la RSE (Mill, 2006). Cette mesure étant largement utilisée comme variable de contrôle lors d'étude concernant la RSE, nous l'utiliserons également comme mesure de la performance venant du marché (Cai et al., 2016 ; Cheung et al., 2020).

L'industrie et le pays

Le pays ainsi que le secteur d'activité ont prouvé être des déterminants de la RSE. Ils sont d'ailleurs très souvent utilisés comme variables de contrôle dans les recherches (Cheung et al., 2020 ; Gallego-Álvarez & Quina-Custodio, 2017). Chaque entreprise sera donc associée à deux variables les associant à un pays ainsi qu'à une industrie. Les industries sont reprises telles que classées par la Global Industry Classification Standard dans une des 11 catégories (MSCI, s. d.). Les différentes industries de la GICS sont reprises à l'Annexe 8.

4.3. Statistiques descriptives

Cette partie permet d'avoir un premier aperçu de l'échantillon de données ainsi que l'évaluation des tendances potentielles associées au groupe de données.

Le premier tableau fournit les statistiques descriptives pour toutes les variables incluses dans le modèle. Le second tableau présente la matrice de corrélation de Pearson.

Table 1 : Statistiques descriptives

Variable	Moyenne	Ecart type	Médiane	Minimum	Maximum	N	Obs
ESG	58,49	17,63	60	1,56	93,92	575	4827
E	62,48	24,87	67,87	0	99,22	575	4827
S	65,11	21,87	69,92	1,14	98,63	575	4827
G	58,73	21,88	61,53	2,13	98,59	575	4827
P1	19,52	17,36	11,6	0,12	97,5	575	4827
P5	33,07	19,33	29,12	0,3	97,8	575	4827
P1/P2	5,6	25,8	1,76	0,81	853,91	575	4827
P1/P2-P4	2,6	12,44	0,79	0,33	476,78	575	4827
Log (Tot Ass)	7,22	0,83	7,13	4,52	9,80	575	4827
Market/Book	3,71	27,41	2,18	-1.107,4	877,93	575	4827
Leverage	107,55	427,07	63,75	-25.131	7408,7	575	4827
ROA	7,06	12,33	5,43	-32,25	269,11	575	4827

Source : Gretl sur base de notre échantillon

N = Le nombre d'entreprises restantes dans l'échantillon étudié.

Obs = Le nombre d'observations restantes dans l'échantillon étudié.

Table 2 : Matrice de corrélation de Paerson

Variables	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)
(1)ESG	1,00											
(2) E	0,69	1,00										
(3) S	0,77	0,69	1,00									
(4) G	0,57	0,33	0,40	1,00								
(5) P1	-0,08	-0,03	-0,06	-0,25	1,00							
(6) P5	-0,12	-0,10	-0,12	-0,23	0,77	1,00						
(7) P1/P2	0,02	0,03	0,03	-0,05	0,40	0,26	1,00					
(8) P1/P2-P4	0,02	0,04	0,03	-0,06	0,40	0,27	0,96	1,00				
(9)log(Tot ass)	0,27	0,48	0,40	0,28	0,02	-0,07	0,05	0,05	1,00			
(10) Leverage	-0,01	0,06	0,01	0,02	0,01	-0,01	0,01	0,01	0,21	1,00		
(11) M/B	-0,05	-0,07	-0,07	-0,01	-0,01	0,01	-0,01	-0,01	-0,02	0,51	1,00	
(12) ROA	-0,08	-0,16	-0,13	-0,07	-0,05	-0,02	-0,02	-0,02	-0,11	-0,06	0,51	1,00

Source : Gretl sur base de notre échantillon.

Les tableaux ci-dessus ne tiennent pas compte de la structure en panel. Les données sont simplement groupées sans prendre en considération l'identité des individus ni la temporalité. Ils permettent néanmoins une compréhension globale des données.

Le score ESG moyen de l'échantillon est de 58,49. Le score varie entre 1,56 et 93,92, prouvant que l'échantillon est hétérogène. Les piliers individuels fluctuent de la même manière que le score général avec des moyennes à peu près égales. Les différents piliers sont fortement corrélés avec le score ESG où le pilier Gouvernance fait apparaître une corrélation moindre de 0,57. Cette corrélation est normale étant donné que le score ESG est une mesure agrégée des différents piliers.

Concernant les mesures de concentration de l'actionnariat, ces tableaux nous indiquent que l'actionnaire majoritaire des entreprises européennes cotées en bourse détient en moyenne 19,52% du capital. Les cinq plus grands actionnaires détiennent en moyenne 33,07% du capital. Ceci nous indique que l'actionnaire majoritaire détient en moyenne la moitié des actions possédées par les plus grands actionnaires de l'entreprise. Cet actionnaire possède donc en général un pouvoir décisionnel bien supérieur à celui des autres. Ceci se confirme en regardant la moyenne des mesures de concentration relative. Ces deux mesures sont bien supérieures à 1, prouvant que le premier actionnaire a bien plus de pouvoir que les autres actionnaires. Même si ces deux mesures dégagent des valeurs maximums impressionnantes, leurs moyennes restent assez raisonnables. Ces résultats suggèrent donc quelques exceptions au sein de l'échantillon. Les individus présentant ce type de concentration doivent être peu nombreux car l'écart-type de ces mesures n'est pas excessivement élevé, ce qui signifie que l'échantillon n'est pas fortement dispersé autour de sa moyenne.

En observant la matrice de corrélation, nous pouvons remarquer que les deux catégories de concentration (absolue et relative) sont fortement corrélées dans un même groupe avec une corrélation de 0,77 et 0,96. Les mesures relatives sont également corrélées à la mesure P1, étant donné que celle-ci est reprise dans le calcul des deux mesures relatives. Le premier aperçu des données expose une corrélation négative entre la concentration de l'actionnariat et le score ESG. Cette corrélation négative se renforce pour le pilier « Gouvernance ». Ceci suggère une relation négative entre ces éléments. Cependant, cette matrice ne prend pas en compte la structure en panel des données et peut rapporter des résultats erronés.

Pour les variables de contrôle, deux scores de corrélation retiennent notre attention : la corrélation entre le M/B ratio et le Leverage et celle entre le M/B et le ROA. Ces corrélations peuvent introduire un problème de multicollinéarité au sein du modèle (Wooldridge, 2006). La multicollinéarité peut conduire à des estimations biaisées dans l'ensemble du modèle. Lorsque plusieurs variables indépendantes sont corrélées, il est préférable d'en éliminer du modèle (Hayes, 2022).

En transformant le total des actifs en logarithme, la corrélation entre cette variable et les différentes variables concernant le score ESG a augmenté. Le logarithme rapproche en effet les données de la variable *Total des actifs* amenant à des coefficients de corrélation plus élevés. Ceci ne constitue cependant pas un problème pour la suite de nos régressions

5. Méthodologie

Avant de spécifier le modèle exact permettant de répondre aux hypothèses de recherches, une compréhension générale des données en panel, de la régression et des tests appropriés pour décider de la méthode d'estimation optimale, est nécessaire.

5.1. Les données de panel

Un ensemble de données de panel observe plusieurs entités n à plusieurs moments dans le temps t . Les données de panel permettent de capturer à la fois la dimension individuelle et la dimension temporelle. Cette double dimension permet des analyses plus complètes. En effet, les séries « temporelles » permettent d'analyser une évolution dans le temps sans pouvoir contrôler l'hétérogénéité entre les différentes entités. Inversement, les séries « transversales » permettent d'étudier l'hétérogénéité entre les entités mais excluent cette dimension temporelle. Les données de panel permettent d'exploiter deux sources de variation simultanément : la variabilité intra-individuelle (temporelle) également appelée variance « within » et la variabilité inter-individuelle (entités) aussi nommée variance « between » (Goaied & Sassi, 2012). L'avantage principal des régressions de données en panel réside dans la possibilité de modéliser l'hétérogénéité non observée des individus étudiés (Barros et al., 2020).

Pour simplifier, le modèle économique de base sera considéré comme une régression linéaire multiple pour les individus $i = 1, \dots, N$ observés à plusieurs périodes de temps $t = 1, \dots, T$, incorporant des variables distinctes pour K variables variant dans le temps et P variables fixes dans le temps s'écrivant comme suit :

$$y_{it} = \alpha + \sum_{k=1}^K x'_{k,it} \beta_k + \sum_{p=1}^P z'_{p,i} \gamma_p + u_{it} \quad (1)$$

Où

$$u_{it} = \mu_i + \vartheta_{it} \quad (2)$$

Où y_{it} est la variable dépendante, α est l'intercepte, x'_{it} est un vecteur colonne de variables explicatives variant dans le temps, z'_i est un vecteur colonne de variables explicatives fixes, β_k et γ_p sont des vecteurs colonnes de K et P paramètres et u_{it} désigne les résidus (Schmidheiny, 2013). Ces derniers peuvent être décomposés en deux termes distincts : μ_i correspondant à l'effet spécifique individuel non observable, également appelé « hétérogénéité non observée » des individus et ϑ_{it} représentant l'erreur résiduelle (Baltagi, 2021).

Les modèles en panel peuvent être divisés en deux grandes catégories : les modèles homogènes et les modèles hétérogènes. Le premier ne prend pas en considération les attributs individuels ni temporels des données et s'appelle le modèle des Moindres Carrés Ordinaires groupés²². Le second, au contraire, attribue des paramètres différents selon les individus et le temps. Les modèles hétérogènes peuvent être divisés en deux sous-catégories : les modèles à effets fixes et les modèles à effets variables (Baltagi, 2021).

²² Plus souvent retrouvé sous le nom « Pooled Ordinary Least Square model » en anglais

5.1.1. Les Moindres Carrés Ordinaires groupés

Le premier modèle analysé est le modèle des Moindres Carrés Ordinaires (MCO) groupés. Ce modèle consiste à trouver une estimation des différents coefficients des variables indépendantes minimisant la somme des carrés des résidus. Ce modèle requiert une série d'hypothèses devant être validées afin de pouvoir être utilisé.

Parmi toutes les hypothèses nécessaires afin qu'une régression produise les conclusions appropriées concernant les relations causales entre les variables, l'exogénéité des variables est la plus importante. En pratique, cette hypothèse exclut toute corrélation entre les variables explicatives et le terme d'erreur du modèle empirique. Si cette hypothèse de non-corrélation n'est pas valide, on dit alors qu'une ou plusieurs variables sont endogènes. L'endogénéité des variables rend les estimateurs incohérents et entraîne des conclusions biaisées. Ce problème d'endogénéité découle de l'existence de variables omises, d'erreurs de mesure des variables, et/ou de la simultanéité entre les variables dépendantes et indépendantes (Barros et al., 2020). Les deux autres modèles de régression en panel reposent eux, sur l'hypothèse d'endogénéité. Ceci suppose qu'une relation existe entre les variables indépendantes et l'hétérogénéité non observable des individus de l'équation (2), faisant partie du terme d'erreur.

Une autre hypothèse majeure est celle de l'homoscédasticité. Cette propriété signifie que la variance des termes d'erreur de la régression doit être la même pour chaque observation. Si cette condition n'est pas respectée, on parle alors d'hétéroscédasticité. Certains tests permettent de vérifier cette hypothèse et seront effectués sur les modèles de cette étude afin de mettre en place le type de régression adéquat.

Enfin, une autre hypothèse indispensable afin de pouvoir utiliser le modèle des MCO groupés est l'absence d'autocorrélation des résidus. Cette dernière sera testée lors de la justification du choix du type de régression adaptée pour cette étude.

5.1.2. Effets fixes

Le modèle à effets fixes suppose qu'entre la variable dépendante et les variables indépendantes, les relations sont identiques pour tous les individus. L'équation (1) devient alors :

$$y_{it} = \alpha_i + \sum_{k=1}^K x'_{k,it} \beta_k + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

Où α_i représente la spécificité individuelle, supposée fixe dans le modèle et ε_{it} les termes d'erreur.

Chaque individu possède ses propres caractéristiques individuelles qui peuvent influencer la variable dépendante. Lors de l'utilisation de cette régression, l'hypothèse est posée qu'un élément au sein de l'individu peut avoir un impact ou biaiser les variables indépendantes. Il faut alors contrôler ce phénomène. Ceci amène l'hypothèse de la corrélation entre le terme d'erreur des individus et les variables indépendantes. Si la spécificité individuelle α_i est corrélée avec les variables explicatives du modèle, alors le modèle utilisé sera un modèle à effets fixes (Clark & Linzer, 2014).

C'est un modèle conçu afin d'étudier les causes du changement au sein des individus. Ce type de modèle supprime l'effet de ces caractéristiques, ne variant pas dans le temps afin d'évaluer le réel

effet des variables indépendantes sur la variable dépendante. Les variables fixes ne pouvant pas provoquer de changement au sein d'un individu, elles sont simplement exclues lors de la régression.

Afin de gérer l'hétérogénéité non observée des individus, il existe deux méthodes : la méthode LSDV (Least Square Dummy Variable) et la méthode « Within » (Park, 2011). La première utilise des variables binaires pour les N-1 individus de l'échantillon. Ce type de régression correspond à une régression des Moindres Carrés Ordinaires groupés incluant directement l'effet individuel au sein du modèle de régression. Cette méthode devient problématique lorsque le nombre d'individus au sein de l'échantillon est trop élevé. Le modèle perd alors n degrés de liberté et rend les estimateurs moins efficaces. La méthode « Within », elle, ne nécessite pas l'ajout de variables binaires mais utilise plutôt les écarts par rapport à la moyenne du groupe (ou de la période). En centrant l'ensemble des variables, ce modèle élimine l'effet constant de chaque variable. L'équation de cette estimation s'écrit comme ceci :

$$y_{it} - \bar{y}_i = \beta_1 (x_{1,it} - \bar{x}_{1,i}) + \dots + \beta_k (x_{k,it} - \bar{x}_{k,i}) + (u_{it} - \bar{u}_i) \quad (4)$$

Grâce à un F Test sur les variables binaires introduites pour chaque individu, il sera démontré la pertinence d'un modèle à effets fixes plutôt que d'un modèle de MCO groupés. Ce test démontrera la présence d'une différence significative entre les individus. Si c'est le cas, le modèle à effets fixes sera privilégié. Ce test évaluera l'hypothèse suivante :

$$H_0 : \mu_1 = \mu_2 = \dots = \mu_N = 0 \quad (5)$$

$$H_1 : \mu_1 = \mu_2 = \dots = \mu_N \neq 0 \quad (6)$$

Si l'hypothèse nulle est rejetée, un modèle à effets fixes sera appliqué plutôt qu'un modèle de MCO groupés.

5.1.3. Effets aléatoires

Dans le modèle à effets aléatoires, l'hétérogénéité non observée des individus est aléatoire. L'effet spécifique des individus est une variable aléatoire n'étant pas corrélée aux variables indépendantes. Le modèle peut être représenté comme ceci :

$$y_{it} = \alpha + \sum_{k=1}^K x'_{k,it} \beta_k + \sum_{p=1}^P z'_{p,i} \gamma_p + u_{it}$$

Où
$$u_{it} = \mu_i + \vartheta_{it}$$

L'intercepte reste constant dans ce modèle et les spécificités individuelles sont représentées comme une partie du terme d'erreur.

Comme pour un modèle des MCO, un modèle à effets fixes inclut l'effet individuel dans le terme d'erreur. Afin de choisir la méthode de régression appropriée, un test du multiplicateur de Lagrange (LM) de Breusch-Pagan est appliqué. L'hypothèse de ce test est :

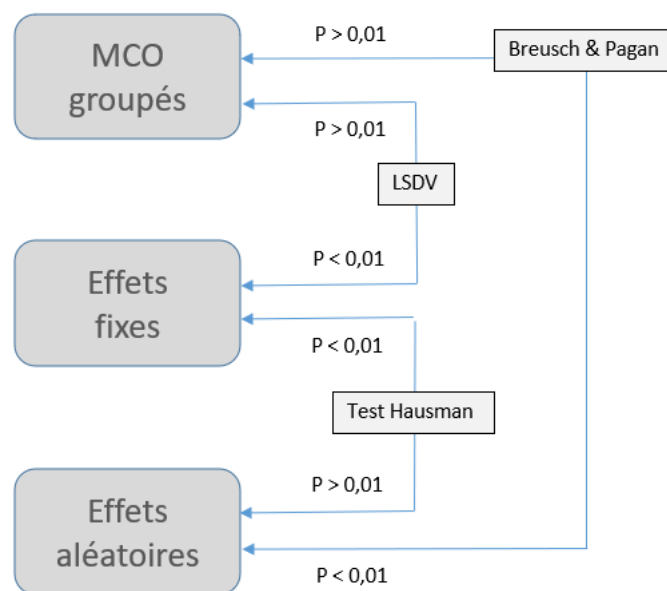
$$H_0 : \sigma_{\mu}^2 = 0$$

$$H_1 : \sigma_{\mu}^2 \neq 0$$

Si le modèle ne contient pas d'effet individuel spécifique, un simple modèle de MCO groupés serait suffisant pour la régression. Le rejet de H_0 signifierait donc qu'un modèle à effets aléatoires serait préférable (Tejedo-Romero & de Araujo, 2015).

Un schéma récapitulatif des tests et du choix du modèle selon la p-valeur de chaque test est présenté ci-dessous :

Figure 1 : Schéma récapitulatif des tests pour les modèles de régression en panel



Source : Notre propre construction

5.2. Spécifications du modèle

Cette section est dédiée à la justification de la technique de régression appropriée pour l'étude. Une série de tests va être lancée afin de trouver le modèle de données en panel adéquat. L'équation ci-dessous sera employée afin d'illustrer la méthodologie mais les tests ont été effectués sur l'ensemble des modèles de régression.

$$ESG = \beta_0 + \beta_1 P1_{it} + \beta_2 ROA_{it} + \beta_3 M/B_{it} + \beta_4 \log(Total\ Assets)_{it} + \beta_5 Leverage_{it} + IndustryDummies_i + CountryDummies_i + \varepsilon_{it}$$

Pour commencer, les tests appropriés sont menés afin de mesurer une potentielle hétérogénéité non observée. Ceci permettra de décider si les données en panel sont homogènes ou hétérogènes.

Table 3 : F test et test du multiplicateur de Lagrange de Breusch et Pagan

F test pour le modèle à effets fixes	
F (579, 4247) = 19,58	P-value = 0
Test du multiplicateur de Lagrange de Breusch et Pagan pour le modèle à effets aléatoires	
$X^2 (1) = 6499,14$	P-value = 0

Source : Gretl sur base de notre échantillon

Le premier test (le F test) examine l'hypothèse nulle affirmant que les 579 paramètres binaires du LSDV sont nuls. L'hypothèse nulle est rejetée avec une p-value = 0, soutenant l'utilisation d'un modèle à effets fixes plutôt qu'un modèle des MCO groupés. Le second test examine la présence d'un effet aléatoire dans l'échantillon. La valeur élevée du chi-carré rejette l'hypothèse nulle qui représente une variance nulle pour l'ensemble des erreurs individuelles. La p-value étant elle aussi égale à 0, l'hypothèse nulle est rejetée, signifiant que les différences entre les individus contribuent à expliquer la variation de la variable dépendante. Le modèle des MCO groupés est encore une fois rejeté.

Afin de soutenir le rejet du modèle des MCO groupés, deux tests supplémentaires peuvent être mis en place :

Table 4 : Tests d'hétéroscédasticité et d'autocorrélation

Test de Wald	
$X^2 (564) = 3,21^{31}$	p-value = 0
Test de Wooldridge	
F (1, 548) = 68,1687	p-value = 1,1283 ⁻¹⁵

Source : Gretl sur base de notre échantillon

Le test de Wald permet de tester l'hétéroscédasticité de l'échantillon où H_0 signifie que les termes d'erreurs de l'ensemble des individus ont la même variance. La p-value de ce test étant 0, nous pouvons rejeter H_0 . L'échantillon ayant une variance inégale, nous sommes en présence d'un problème d'hétéroscédasticité. Ceci peut conduire à des résultats invalides si ce problème n'est pas géré. Le test de Wooldridge détermine l'autocorrélation des résidus. Le rejet de H_0 nous indique qu'un problème d'autocorrélation est présent au sein du modèle. Les problèmes d'hétéroscédasticité et d'autocorrélation peuvent être gérés en utilisant des écart-types robustes lors des régressions du modèle (Montassar, 2014). Ces derniers seront donc ajoutés afin d'obtenir des estimations plus représentatives.

Ces deux tests mettent également en avant le non-respect de deux hypothèses essentielles à l'utilisation d'un modèle MCO groupés citées précédemment. Ceci renforce notre choix de ne pas choisir ce type de modèle pour construire nos régressions.

Un dernier test doit être effectué afin de déterminer lequel du modèle à effets fixes ou du modèle à effets variables doit être choisi. Le modèle à effets fixes tient compte de l'hétérogénéité des individus en supposant que chaque individu a un intercept unique, alors que le modèle à effets aléatoires suppose que les individus ont un intercept commun qui correspond à la moyenne de la population (Hill et al., 2018). Nous procédons au test d'Hausman dans le but de faire ce choix :

Table 5 : Test d'Hausman

Test d'Hausman	
$\chi^2 (5) = 223,166$	p-value = $3,1170^{-46}$

Source : Gretl sur base de notre échantillon

Le test d'Hausman compare le modèle à effets fixes et le modèle à effets aléatoires sous l'hypothèse nulle que les effets individuels ne sont corrélés avec aucun des autres effets individuels. Si H_0 n'est pas rejetée, alors les deux modèles sont cohérents mais le modèle à effets fixes ne serait pas efficace. Dans le cas contraire, le modèle à effets aléatoires serait biaisé et incohérent (Park, 2011). La p-value étant plus petite que 0.01, le modèle à effets aléatoires ne peut être utilisé car ce dernier fournirait des valeurs biaisées. Le modèle à effets fixes sera donc choisi dans cette étude.

En plus des spécificités individuelles, les modèles en panel permettent de capturer l'hétérogénéité temporelle. Les effets fixes temporels permettent de contrôler les chocs et les évolutions dans les études, supposant une réponse homogène à ces chocs (Sojli et al., 2018). Etant donné que l'importance de la RSE et par conséquent celle de l'ESG ont fortement augmenté ces dernières années auprès des entreprises cotées en bourse, nous pouvons supposer qu'un changement s'est fait ressentir auprès de l'ensemble des sociétés. Les effets fixes temporels permettent de capturer ou de contrôler l'influence de ces tendances.

Afin d'évaluer si les effets fixes temporels sont nécessaires dans le modèle, une série de variables binaires est intégrée au modèle afin de faire correspondre une variable par année étudiée. En exécutant le modèle, un test de Wald permet d'évaluer la présence d'effets temporels au sein du modèle de régression.

Table 6 : Test de Wald pour les effets temporels

Test de Wald	
$X^2(5) = 321,007$	p-value = $9,06104^{-64}$

Source : Gretl sur base de notre échantillon

L'hypothèse nulle « Le modèle ne contient pas d'effets temporels » est rejetée avec une p-value plus petite que 0,01. Le modèle contient donc des effets temporels significatifs. Ces effets seront donc ajoutés au modèle de base pour les résultats des tests.

5.3. Modèle final de régression

Le modèle à effets fixes semble être approprié pour cette étude. Nous avons obtenu ce résultat à travers plusieurs tests comparant l'efficacité du modèle de régression des MCO groupés, du modèle à effets fixes et du modèle à effets aléatoires. Ce modèle à effets fixes prendra en compte les effets fixes temporels ainsi que l'hétéroscédasticité et l'autocorrélation. Ceci est possible grâce à respectivement l'ajout de variables binaires pour chaque période et des écart-types robustes. Le modèle de régression global, analysé dans la partie suivante devient donc :

$$Score_{it} = \beta_0 + \beta_1 Concentration\ de\ l'actionnariat_{it} + \beta_2 Identité\ de\ l'actionnaire_{it} + \beta_3 Concentration\ de\ l'actionnariat_{it} * Identité\ de\ l'actionnaire_{it} + \beta_4 Variables\ de\ contrôle_{it} + Effets\ fixes\ temporels_t + \varepsilon_{it}$$

Où :

- $Score_{it}$ représente la variable étudiée, c'est-à-dire le score ESG combiné ainsi que les piliers E, S et G individuellement.
- $Concentration\ de\ l'actionnariat_{it}$ représente une des quatre mesures de concentration de l'actionnariat exposée précédemment
- $Identité\ de\ l'actionnaire_{it}$ représente l'identité de l'actionnaire majoritaire, exprimée en variable binaire.
- $Variables\ de\ contrôle_{it}$ sont les quatre variables ROA , $\log(Total\ Assets)$, $Market/Book$ et $Leverage$.
- $Effets\ fixes\ temporels$ sont les variables binaires représentant chaque année étudiée.

Les variables de contrôle « Pays » et « Industries » sont retirées automatiquement du modèle à effets fixes car ce modèle ne prend pas en considération les variables fixes.

6. Résultats empiriques

Dans cette partie, nous allons procéder à l'analyse de nos différents modèles de régression afin d'apporter une réponse à nos hypothèses. Une analyse globale de nos résultats et la vérification de nos hypothèses conclut cette partie empirique.

6.1. L'impact de la concentration de l'actionnariat sur le score ESG

Le premier modèle étudie l'impact des différentes mesures de concentration sur le score ESG combiné. Il étudie l'effet de la concentration indépendamment de l'identité de l'actionnaire majoritaire sur le score ESG.

La table 7 présente les résultats des régressions à effets fixes des quatre mesures de concentration sur le score ESG.

Table 7 : Résultat de l'impact de la concentration sur le score ESG

Résultats de la régression des données en panel à effets fixes pour la période de 2011 à 2020. Les écart-types robustes de White-Arellano sont groupés par entreprises et se trouvent entre parenthèses.

	ESG (1)	ESG (2)	ESG (3)	ESG (4)
P1	-0,11 *** (0,038)			
P5		-0,0084 (0,014)		
P1/P2			0,0005 (0,0033)	
P1/P2-P4				0,0049 (0,0057)
ROA	0,048 (0,032)	0,05 (0,032)	0,0505 (0,032)	0,0505 (0,032)
Leverage	-0,00093*** (0,0003)	-0,0009*** (0,0003)	-0,0009*** (0,0003)	-0,00093*** (0,0003)
Log(Tot asset)	15,3149*** (2,461)	15,2540*** (2,4985)	15,2849*** (2,5053)	15,2674*** (2,5045)
M/B	-0,0019 (0,007)	-0,0019 (0,0072)	-0,002 (0,007)	-0,002 (0,007)
const	-46,0382** (18,2035)	-47,2730** (18,4651)	-47,7742*** (18,4702)	-47,6550** (18,4651)
Effets temporels fixes	OUI	OUI	OUI	OUI
Observations	4827	4827	4827	4827
N	575	575	575	575
R ²	0,7466	0,7459	0,7459	0,7459
F-stat	32,5242***	32,0907***	31,0089***	31,4938***

*** p-value < 0,01, ** p-value < 0,05, * p-value < 0,1

Source: Gretl sur base de notre échantillon

Le premier élément qui apparaît en analysant la table 7, est la significativité des variables mesurant la concentration de l'actionnariat. En effet, seule la variable analysant la concentration du plus grand actionnaire est significative au niveau 1%. Aucune autre mesure n'est significative à aucun niveau. Ceci nous indique que la concentration du principal propriétaire de l'entreprise a un impact négatif sur le score ESG. Les autres mesures ne permettent pas de déceler un quelconque impact sur le score.

En regardant les autres indicateurs des quatre régressions, nous pouvons également constater que le R^2 , ainsi que la F-statistique sont plus élevés pour le modèle utilisant la concentration P1. Le R^2 nous permet de mesurer le pourcentage de la variation de la variable dépendante, qui est expliqué par les variables indépendantes. Pour le modèle utilisant P1, 74,66% de la variation du score ESG est expliqué par le modèle. Pour les autres modèles, ce chiffre est légèrement plus faible mais reste néanmoins assez élevé. La F-statistique permet de tester la significativité conjointe des régresseurs. La valeur de ce test est une nouvelle fois la plus élevée pour le modèle utilisant la mesure P1, indiquant que c'est dans ce modèle que la significativité des variables est la plus élevée. Les F-test pour l'ensemble des régressions sont néanmoins toujours significatifs au niveau 1%, prouvant que les variables indépendantes utilisées expliquent la variation de l'ESG dans le temps.

Les écart-types de la régression nous permettent de mesurer la précision de nos modèles. Ces derniers mesurent la distance moyenne entre les observations et la droite de régression. Dans l'ensemble, ces écart-types sont relativement faibles. Excepté pour la constante et pour le logarithme du total des actifs, ils sont inférieurs à 3%. Les plus grandes valeurs pour le logarithme du total des actifs peuvent s'expliquer par une plus grande dispersion des valeurs autour de la moyenne. Cette variable est en effet plus dispersée au niveau de ses valeurs que les autres variables du modèle.

Comme le montraient les recherches antérieures (Cai et al., 2016 ; Dam & Scholtens, 2012 ; Dyer & Whetten, 2006), une partie des variables de contrôle prenant en compte les caractéristiques des entreprises, sont significatives. La taille de l'entreprise, mesurée par le logarithme du total de ses actifs, et l'effet de levier, mesuré par le total des dettes sur le total des actifs, sont significatifs à 1% dans les quatre modèles. Ceci nous montre l'importance de ces deux variables sur le score ESG. Nous pouvons également remarquer qu'une relation négative apparaît entre le score ESG et l'effet de levier mais une relation positive, entre la taille de l'entreprise et ce score. Ceci soutient nos propos exprimés dans la partie sur les variables de contrôle. Les deux autres variables de contrôle, à savoir le Return on Asset et le Market to Book ratio ne sont significatifs pour aucun des modèles. Ceci pourrait éventuellement s'expliquer par la forte corrélation entre les deux variables mentionnées en analysant la table 2.

Ces premiers résultats sont basés sur les variables indépendantes « brutes ». Aucune modification n'a été entreprise sur ces variables. Il n'est cependant pas rare lors d'études se concentrant sur la structure de la propriété et le score ESG, de voir les variables indépendantes décalées d'un an ou plus (Erhemjamts & Huang, 2019 ; Rees & Rodionova, 2014). Nous avons donc décidé de réaliser les mêmes modèles de régression mais cette fois en décalant les variables indépendantes d'un, deux et trois ans. L'intérêt de l'étude de ce décalage peut se justifier par la lenteur des impacts causés par un changement dans l'actionnariat. Les changements en termes de gouvernance d'entreprise mettent du temps avant d'avoir un impact sur les décisions prises au sein des sociétés. Certains résultats peuvent donc paraître si les variables indépendantes sont décalées.

Les résultats de ces nouveaux modèles sont présentés dans la table 8.

Table 8 : Résultats de l'impact de la concentration retardé d'1, 2 et 3 ans de l'actionnariat sur le score ESG

Résultats de la régression des données en panel à effets fixes pour la période de 2011 à 2020. Les écart-types robustes de White-Arellano sont groupés par entreprises et se trouvent entre parenthèses.

	ESG (1)			ESG (2)			ESG (3)			ESG (4)		
	Lag (1)	Lag (2)	Lag (3)	Lag(1)	Lag(2)	Lag(3)	Lag(1)	Lag(2)	Lag(3)	Lag(1)	Lag(2)	Lag(3)
P1	-0,1020*** (0,034)	-0,1133*** (0,0364)	-0,1503*** (0,0355)									
P5				-0,0061 (0,015)	-0,017 (0,014)	-0,0314* (0,017)						
P1/P2							-0,0063 (0,0102)	-0,0044 (0,0030)	-0,010*** (0,0026)			
P1/P2-P4										-0,016 (0,018)	-0,013* (0,0074)	-0,027*** (0,0066)
ROA	0,069** (0,0287)	0,0832** (0,0326)	0,0589** (0,0282)	0,0702** (0,0288)	0,0831** (0,033)	0,0579** (0,028)	0,0709** (0,0287)	0,0845*** (0,03259)	0,0606** (0,0281)	0,0709** (0,0287)	0,0846*** (0,0326)	0,0607** (0,0281)
Leverage	-0,00053** (0,00024)	0,00001 (0,00036)	0,00017 (0,00028)	-0,00052** (0,00025)	0,00002 (0,00036)	0,00016 (0,00028)	-0,00052** (0,00025)	0,00002 (0,00036)	0,00018 (0,00029)	-0,00052** (0,00025)	0,00002 (0,0003)	0,00018 (0,00029)
Log (Tot asset)	12,3211*** (2,3592)	14,0941*** (2,729)	14,7098*** (3,2929)	12,1492*** (2,4063)	13,8581*** (2,7566)	14,6081*** (3,3141)	12,2521*** (2,4068)	13,9761*** (2,7647)	14,8834*** (3,3413)	12,2641*** (2,4054)	13,9925*** (2,766)	14,9068*** (3,3429)
M/B	-0,00523* (0,0027)	0,0050 (0,00598)	0,005462 (0,0057)	-0,0053** (0,00269)	0,0050 (0,0060)	0,0058 (0,0057)	-0,0053** (0,00269)	0,0049 (0,0060)	0,0055 (0,0059)	-0,00052** (0,00025)	0,0049 (0,0060)	0,0055 (0,0059)
const	-24,2120 (17,3902)	-36,9147* (19,9748)	-40,3571* (24,3994)	-24,6586 (17,7126)	-36,7478 (20,2163)	-41,4224* (24,2559)	-25,5799 (17,6982)	-38,1572* (20,2669)	-44,3695* (24,4167)	-25,6579 (17,6892)	-38,2711 (20,2758)	-44,5306* (24,4274)
Effets temporels fixes	OUI	OUI	OUI	OUI	OUI	OUI	OUI	OUI	OUI	OUI	OUI	OUI
Obs	4244	3677	3132	4244	3677	3132	4244	3677	3132	4244	3677	3132
N	564	549	515	564	549	515	564	549	515	564	549	515
R ²	0,7494	0,7511	0,7530	0,7488	0,7503	0,7519	0,7488	0,7502	0,7517	0,7488	0,7503	0,7517
F-stat	31,3784***	26,8488***	27,6862***	29,8016***	26,1944***	26,3035***	18,4924***	26,1555***	27,6839***	18,4842***	26,2409***	28,0349***

*** p-value < 0,01, ** p-value < 0,05, * p-value < 0,1

Source: Gretl sur base de notre échantillon

Nous pouvons analyser de nouveaux résultats grâce à la table 8. Comme expliqué précédemment, des retards ont été intégrés pour les variables indépendantes. En analysant les mesures de concentration de l'actionnariat, nous pouvons observer que l'ensemble de ces mesures deviennent significatives à partir de la troisième année. Ceci signifie que la structure de l'actionnariat d'il y a 3 ans permet d'expliquer le score ESG actuel. Ceci nous prouve que la structure de la gouvernance de l'entreprise met du temps avant d'avoir un impact sur la politique des entreprises. Si par contre les valeurs sont décalées de plus de 3 ans, les p-values des variables augmentent fortement et les variables ne sont plus significatives. Pour l'ensemble des quatre mesures, les p-value diminuaient de plus en plus jusqu'à l'année 3. Après cette année, ces dernières réaugmentaient fortement. De plus, le R^2 de ces différents modèles augmente jusque l'année 3. En faisant le test également pour l'année 4, nous avons pu remarquer que le R^2 commençait à diminuer. Ceci soutient la diminution des p-value des variables à partir de l'année 8.

Pour la mesure de concentration P1, les valeurs restent significatives au seuil de 1% pour l'ensemble des modèles. Les coefficients deviennent cependant de plus en plus négatifs, laissant supposer que la présence d'un actionnariat concentré exerce un effet négatif sur le score ESG. La valeur de P5 devient significative au seuil de 10% uniquement lorsque les variables indépendantes sont décalées de 3 ans. Ici aussi, le signe négatif avance une relation négative entre un actionnariat concentré et le score ESG. Pour les deux mesures de concentration relatives, les variables deviennent significatives au seuil d'1% également lors de la 3ème année de décalage. Les coefficients de la variable P1 sont bien plus importants que pour les autres variables de concentration. Nous pouvons supposer que le pouvoir absolu a plus d'impact sur le score ESG que le pouvoir relatif de l'actionnaire majoritaire. La dimension de surveillance est donc davantage présente que la dimension de conflit entre les actionnaires.

Nous pouvons également constater une modification des significativités des variables de contrôle. Lorsque les variables indépendantes n'étaient pas décalées, le Market to Book ratio ainsi que le ROA n'étaient pas significatifs. Lorsque nous décalons les variables, le ROA devient significatif à un seuil de 5% alors que le leverage perd de sa significativité. Nous pourrions traduire ceci par le fait qu'une bonne performance financière a un effet à retardement sur les investissements dans la RSE. Un lien positif entre ces deux éléments se dégage, comme attendu grâce à la section dédiée aux variables de contrôle. Le fait que l'endettement ait un effet "immédiat" sur le score ESG et non un effet décalé pourrait s'expliquer par le fait que c'est l'endettement de l'année actuelle qui pourrait freiner les investissements dans la RSE. Cette variable perd son intérêt lorsque nous considérons l'endettement d'il y a 3 ans.

Etant donné les résultats plutôt étonnants de ce décalage de variables, nous avons procédé à un test de stationnarité des variables de concentration. Le résultat de ces tests se trouve de l'Annexe 9 à l'Annexe 12. Un test de Dickey-Fuller augmenté est réalisé sur les quatre mesures de concentration. Ce test permet de vérifier qu'une série temporelle est stationnaire. C'est un test largement utilisé lorsque la stationnarité des variables doit être vérifiée. Une série temporelle stationnaire signifie que celle-ci ne dépend pas du temps c'est-à-dire qu'elle n'a pas d'effets de tendance ou d'effets saisonniers. Les séries stationnaires n'enregistrent pas de moyenne de changement ou de variance dans le temps. Le test de Dickey-Fuller augmenté est un test de signification statistique c'est-à-dire qu'on effectue un test en posant une hypothèse nulle ainsi qu'une hypothèse alternative. Le test renvoie alors une statistique ainsi que des p-value qui permettent de déterminer si une série est stationnaire ou pas. Ce test recherche la présence de racine unitaire au sein de la série. Si la série se trouve en présence d'une racine unitaire, elle n'est pas stationnaire. L'hypothèse nulle de ce test est la présence d'une racine unitaire. Il faut donc un rejet de H_0 afin d'affirmer que la variable est stationnaire. Afin de rejeter H_0 , il faut que la valeur de nos tests soit inférieure aux valeurs critiques

(Y. W. Cheung & Lai, 1995). Lorsque nous examinons le résultat de ces tests, nous pouvons remarquer que la valeur des tests statistiques est toujours largement inférieure aux valeurs critiques. Ceci nous permet de rejeter l'hypothèse nulle de non-stationnarité des variables et de prouver que l'ensemble des variables de concentration de l'actionariat sont bien stationnaires.

6.2. L'impact de l'identité des actionnaires sur le score ESG

Cette section sert à prendre en compte l'identité de l'actionnaire majoritaire au sein de la régression. Cette variable sera intégrée en utilisant des variables binaires dans le but d'identifier le type d'actionnaire qui détient la plus grande partie du capital. Puisque nous utilisons des variables binaires au sein de ces modèles, un groupe d'actionnaires sera retiré de la régression afin de le prendre comme groupe de référence. Les résultats montreront donc l'effet de chaque type d'actionnaire par rapport au groupe de référence. Le groupe de référence choisi pour ces modèles est l'Etat.

Une fois encore, les variables de concentration et d'identité des actionnaires sont considérées indépendamment l'une de l'autre.

Table 9 : Résultats de l'impact de l'identité et de la concentration de l'actionariat décalées de 3 ans sur le score ESG

Résultats de la régression des données en panel à effets fixes pour la période de 2011 à 2020. Les écart-types robustes de White-Arellano sont groupés par entreprises et se trouvent entre parenthèses.

	ESG (1)	ESG (2)	ESG (3)	ESG (4)
P1 _{t-3}	-0,1491 *** (0,035)			
P5 _{t-3}		-0,0288* (0,018)		
P1/P2 _{t-3}			-0,010*** (0,0026)	
P1/P2-P4 _{t-3}				-0,0274*** (0,0064)
ROA _{t-3}	0,0657** (0,0259)	0,0649** (0,0262)	0,067** (0,0261)	0,0670** (0,0260)
Log(Tot asset) _{t-3}	15,1777*** (3,2389)	15,1222*** (3,2665)	15,4094*** (3,2921)	15,4326*** (3,2937)
Institutionnel _{t-3}	-0,9816 (1,8406)	-0,7403 (1,8290)	-0,7558 (1,8363)	-0,7588 (1,8362)
Famille _{t-3}	0,6252 (3,1711)	0,11 (3,212)	-0,0717 (3,2203)	-0,0754 (3,2194)
Entreprise _{t-3}	-1,3611 (2,4112)	-1,9975 (2,4263)	-2,2415 (2,4190)	-2,2419 (2,4189)
Individuel _{t-3}	1,3974 (2,3207)	1,3238 (2,2990)	1,2415 (2,3148)	1,2403 (2,3148)
const	-43,1762* (23,8532)	-44,5574* (24,0743)	-47,4208* (24,2287)	-47,5786* (24,2386)
Effets temporels fixes	OUI	OUI	OUI	OUI
Observations	3132	3132	3132	3132
N	515	515	515	515
R ²	0,7532	0,7522	0,7520	0,7520
F-stat	23,1877***	22,163***	23,4076***	24,0252***

*** p-value < 0,01, ** p-value < 0,05, * p-value < 0,1

Source: Gretl sur base de notre échantillon

Pour ces modèles, nous avons choisi de nous concentrer sur les variables décalées de 3 ans, étant donné que c'est ce modèle qui était le plus significatif. Nous avons exclu du modèle les deux variables de contrôle n'étant pas significatives à la table 8 : l'effet de levier et le Market to Book ratio.

En observant les résultats de ces modèles, nous pouvons constater immédiatement qu'aucune des identités des actionnaires n'a significativement un impact différent de l'Etat sur le score ESG. Un F-test est effectué afin de vérifier l'hypothèse selon laquelle les paramètres de la régression sont nuls pour l'ensemble des variables d'identité des actionnaires. Les résultats de ces tests se trouvent dans l'Annexe 13. Seules quatre variables ont pu être testées car une variable binaire a été enlevée de la régression pour être utilisée comme variable de référence. Malgré l'exclusion d'une variable, l'hypothèse reste valide. En regardant la p-value de ces quatre tests, nous ne pouvons pas rejeter l'hypothèse nulle. Ceci signifie que l'identité du plus grand actionnaire n'explique pas une partie significative de la variation du score ESG, lorsque la variable est considérée indépendamment de la concentration.

Les modèles ont été exécutés en modifiant le groupe de référence afin d'analyser si les résultats obtenus étaient différents. Aucun résultat significatif n'a été découvert, quel que soit le groupe de référence. Ceci appuie nos conclusions que l'identité seule n'a pas d'impact sur le score ESG.

Le reste des variables des modèles ne fluctue que très peu par rapport aux résultats de la table 8. Les résultats du test de significativité conjointe des régresseurs diminuent vis-à-vis des résultats obtenus précédemment. Ceci renforce notre supposition que l'identité de l'actionnaire majoritaire n'aide pas à expliquer la variation du score ESG.

Ces conclusions ne sont pas surprenantes. Nous pensons en effet que l'identité seule n'a pas d'impact sur les investissements dans la RSE. Cette identité doit être combinée avec la concentration afin de pouvoir mesurer correctement l'impact de l'identité des actionnaires sur le score ESG. Ces deux composantes de l'actionnariat ne peuvent être dissociées.

Nous effectuons donc un nouveau modèle en intégrant un effet d'interaction, afin de confirmer nos postulats.

6.3. L'impact de l'interaction entre la concentration de l'actionnariat et l'identité de l'actionnaire principal sur le score ESG

Suite aux résultats obtenus précédemment, nous décidons d'intégrer un terme d'interaction entre les mesures de concentration de l'actionnariat et l'identité des propriétaires. Un effet d'interaction peut être observé lorsque l'effet d'une variable dépend d'une autre. Il nous semble logique de penser que la concentration de l'actionnariat et l'identité sont deux dimensions distinctes dans la structure de la propriété mais sont tout de même dépendantes. Un terme d'interaction entre ces deux variables prend alors son sens (Kruschke, 2015).

Ce terme d'interaction peut être interprété de deux manières. Soit il peut signifier que l'effet de la concentration de l'actionnariat sur le score ESG est dépendant de l'identité de l'actionnaire, soit que l'identité du plus grand actionnaire n'a pas d'effet indépendant sur le score ESG car ce dernier a besoin de pouvoir pour faire valoir ses décisions au sein de l'entreprise.

Pour ce modèle, nous avons décidé de changer le groupe de référence et d'utiliser les investisseurs individuels comme moyen de comparaison.

Table 10 : Résultats de l'impact de l'effet d'interaction décalé de 3 ans entre l'identité et la concentration de l'actionnariat sur le score ESG

Résultats de la régression des données en panel à effets fixes pour la période de 2011 à 2020. Les écart-types robustes de White-Arellano sont groupés par entreprises et se trouvent entre parenthèses.

	ESG (1)	ESG (2)	ESG (3)	ESG (4)
P1 _{t-3}	-0,4004 * (0,2222)			
P5 _{t-3}		-0,0646 (0,0518)		
P1/P2 _{t-3}			-0,5017 (0,3912)	
P1/P2-P4 _{t-3}				-1,78* (0,9828)
ROA _{t-3}	0,0672*** (0,0258)	0,0659** (0,0262)	0,0677*** (0,0260)	0,0680*** (0,0260)
Log(Tot asset) _{t-3}	15,0646*** (3,1924)	15,1746*** (3,2558)	15,4102*** (3,2753)	15,3973*** (3,2684)
Institutionnel _{t-3} *	0,3182 (0,2326)	0,047 (0,0585)	0,2806 (0,4494)	1,2126 (1,2172)
Concentration _{t-3}				
Famille _{t-3} *	0,3347 (0,2158)	-0,0325 (0,072)	0,4948 (0,3913)	1,7573* (0,9830)
Concentration _{t-3}				
Entreprise _{t-3} *	0,2050 (0,2265)	0,0244 (0,0565)	0,4896 (0,3911)	1,7506* (0,9825)
Concentration _{t-3}				
Etat _{t-3} *	0,3837 (0,2753)	0,1122 (0,0707)	0,5892 (0,4020)	2,0143** (1,020)
Concentration _{t-3}				
const	-38,0819 (23,3772)	-42,7117* (23,8479)	-45,2014* (24,0197)	-44,5043* (23,8927)
Effets temporels fixes	OUI	OUI	OUI	OUI
Observations	3132	3132	3132	3132
N	515	515	515	515
R ²	0,7537	0,7529	0,7523	0,7524
F-stat	18,7543***	17,8862***	22,3468***	20,01***

*** p-value < 0,01, ** p-value < 0,05, * p-value < 0,

Source: Gretl sur base de notre échantillon

Dans ces régressions, les variables binaires correspondant aux types d'actionnaires sont toujours intégrées dans le modèle mais les résultats ne figurent plus dans les tableaux, ne présentant pas d'intérêt à être analysés.

En appliquant les mêmes critères que pour les autres modèles, c'est-à-dire décaler les variables indépendantes de 3 ans, nous obtenons des résultats totalement différents à ceux recueillis précédemment. En effet, les variables mesurant la concentration de l'actionnariat ne sont quasiment, voire plus du tout significatives. Nous avons effectué le test avec l'ensemble des groupes en tant que

référence et les résultats sont similaires pour l'ensemble des groupes. Ces résultats confirment encore une fois que lorsque les deux variables sont dissociées, les conclusions peuvent être biaisées.

Si nous nous penchons sur les effets d'interaction des différents types d'actionnaires, les résultats ne sont également pas significatifs. La mesure de concentration P1/P2-P4 fait exception en mettant en valeur trois groupes obtenant des résultats significativement différents du groupe de référence, les investisseurs individuels. Les coefficients de ces termes d'interaction reflètent l'écart par rapport au groupe de référence après le contrôle des autres variables pertinentes. Par exemple ici, nous pouvons constater que lorsque l'actionnaire majoritaire est l'Etat, une augmentation de sa participation relative dans la même société aura un impact positif sur le score ESG trois années plus tard, en comparaison de l'impact lorsqu'un investisseur individuel est l'actionnaire majoritaire.

Nous constatons également que les F-stat, mesurant la significativité conjointe des variables ont diminué en ajoutant les variables d'interaction. Nous avons donc également testé la significativité de l'ajout de ces variables grâce à des F-Test se trouvant à l'*Annexe 14*. Ces tests nous indiquent qu'ajouter les termes d'interaction n'aide pas à améliorer les modèles de régression.

Ces résultats étant fort différents de ceux de nos modèles précédents, nous avons décidé de tester les modèles en changeant le nombre d'années de décalage des variables indépendantes afin d'analyser si ce changement a un effet significatif sur nos régressions.

Table 11 : Résultats de l'impact de l'effet d'interaction retardé de 0, 1 et 2 ans entre l'identité et la concentration de l'actionnariat sur le score ESG
 Résultats de la régression des données en panel à effets fixes pour la période de 2011 à 2020. Les écart-types robustes de White-Arellano sont groupés par entreprises et se trouvent entre parenthèses

	ESG (1)			ESG (2)			ESG (3)			ESG (4)		
	Lag (0)	Lag (1)	Lag (2)	Lag(0)	Lag(1)	Lag(2)	Lag(0)	Lag(1)	Lag(2)	Lag(0)	Lag(1)	Lag(2)
P1	-0,2620* (0,1370)	-0,4019*** (0,1694)	-0,5908*** (0,1830)									
P5				-0,032 (0,0412)	-0,028 (0,048)	-0,077 (0,0610)						
P1/P2							0,0097 (0,2898)	-0,5932* (0,3615)	-0,8737** (0,0026)			
P1/P2-P4										0,3201 (1,0732)	-1,25 (1,10)	-2,6224** (1,1649)
ROA	0,047 (0,0328)	0,0652** (0,0279)	0,0897** (0,031)	0,047 (0,033)	0,0657** (0,0280)	0,0885** (0,028)	0,0473 (0,0331)	0,0654** (0,0281)	0,0897*** (0,0311)	0,0472 (0,0331)	0,06563*** (0,0281)	0,0902*** (0,0311)
Log (Tot asset)	15,2111*** (2,4441)	12,2735*** (2,3231)	14,2228** (2,6703)	15,2368*** (2,4726)	12,2681*** (2,3862)	14,4753*** (2,7441)	15,1968*** (2,4937)	12,2715*** (2,3954)	14,2739*** (2,7402)	15,1276*** (2,4944)	12,1863*** (2,3944)	14,2270*** (2,7312)
Inst.	0,2709* (0,16)	0,3794** (0,1842)	0,5721** (0,1953)	0,0373 (0,0474)	0,0665 (0,0475)	0,048 (0,0353)	0,0572 (0,3420)	0,5356* (0,4134)	0,9085* (0,4220)	0,0865 (1,20)	1,0729 (1,2828)	2,7408 (1,3352)
Fam	0,116 (0,1718)	0,3906** (0,1841)	0,5146** (0,1917)	0,0435 (0,0524)	-0,0055 (0,0541)	0,07237 (0,0421)	-0,0056 (0,2898)	0,6014* (0,3614)	0,8744* (0,3628)	-0,3109 (1,0733)	1,2544 (1,10)	2,6225 (1,1645)
Entr	0,116 (0,1461)	0,2346* (0,1744)	0,4256* (0,1876)	0,0068 (0,0460)	-0,011 (0,054)	0,0014 (0,0346)	-0,0145 (0,2900)	0,5686* (0,3616)	0,8629* (0,3628)	-0,3285 (1,0738)	1,1892 (1,11)	2,5969 (1,1649)
Etat	0,4746** (0,2297)	0,6786*** (0,2355)	0,8773*** (0,2474)	0,0691 (0,0578)	0,0735 (0,0559)	0,1133 (0,0525)	0,0649 (0,3011)	0,7275* (0,3720)	0,9979* (0,3741)	0,0511 (1,09)	1,8078 (1,12)	3,0756 (1,1870)
const	-53,5241*** (17,6407)	-20,9574 (17,4874)	-30,3757 (19,7173)	-56,648*** (17,6488)	-25,3455 (17,5868)	-35,6841* (20,0831)	-57,4563 (17,7123)	-25,0083 (17,5717)	-36,6133* (20,0394)	-57,3807 (17,7756)	-24,5321 (17,5840)	-35,6730* (19,9344)
Effets temporels fixes	OUI	OUI	OUI	OUI	OUI	OUI	OUI	OUI	OUI	OUI	OUI	OUI
Obs	4827	4244	3677	4827	4244	3677	4827	4244	3677	4827	4244	3677
N	575	564	549	575	564	549	575	564	549	575	564	549
R ²	0,7473	0,7507	0,7434	0,7460	0,7491	0,7412	0,7458	0,7493	0,7415	0,7460	0,7495	0,7417
F-stat	5,4819***	21,3675***	19,7784***	9,5896***	20,387***	18,3337***	28,5607***	50,2443***	23,2073***	39,7111***	48,2139***	21,1311***

*** p-value < 0,01, ** p-value < 0,05, * p-value < 0,1

Dans ce tableau, les différentes variables faisant référence aux différents investisseurs sont bien les effets d'interaction entre la mesure de concentration étudiée dans la régression et le type d'investisseur adéquat. Par souci de simplicité, seul le nom de l'investisseur est écrit dans le tableau. Les résultats concernant uniquement le type d'actionnaire ne sont plus présentés dans ces tableaux.

Lorsque nous analysons ces derniers résultats, plusieurs suppositions peuvent être formulées.

Nous pouvons remarquer que le test de significativité conjointe des régresseurs reçoit une valeur bien plus élevée lorsque les variables indépendantes sont décalées d'1 an. Ces valeurs sont bien plus faibles lorsque les variables ne sont pas décalées du tout et si ces dernières sont décalées de deux ans, la valeur des tests diminue de nouveau. Ceci nous permet de supposer que les variables ont plus de sens entre elles quand nous décalons les variables explicatrices d'un an. Pour vérifier que les termes d'interaction aident bien à expliquer davantage la variation de la variable indépendante, nous avons effectué des tests pour l'ajout de ces variables dans nos modèles. Les résultats se trouvent dans *l'Annexe 15*. Pour la mesure de concentration P5, nous pouvons rejeter H0, qui affirme que l'ensemble des paramètres des variables ajoutées valent 0, au seuil de 10%. Pour les trois autres modèles, nous pouvons rejeter H0 au seuil de 1%. Nous avons également réalisé ces tests pour le décalage de deux ans ainsi que sans décalage. Ces résultats, soit ne permettaient pas de rejeter H0, soit permettaient de rejeter H0 mais à un seuil plus élevé. Les tests ont été menés sur l'ensemble des types d'actionnaires comme groupe de référence et donnaient les mêmes résultats.

Nous n'avons pas encore évoqué l'effet temporel dans nos modèles de régression. Malgré les nombreuses régressions qui ont été menées dans cette étude, les effets sur les différentes années restent similaires. Les résultats montrent une évolution significative de l'ESG à travers le temps. Les variables fixes temporelles sont significativement négatives au seuil de 1% de 2011 à 2017 en prenant 2020 comme groupe de référence, avec des coefficients de moins en moins négatifs. De même, lorsque 2011 est pris en groupe de référence, les variables temporelles deviennent significatives à partir de 2014 jusque 2020 avec des coefficients en perpétuelle croissance. Ces coefficients commencent à 1,14 en 2014 pour terminer à 8,67 en 2020. Ceci confirme bien que l'ESG est un sujet en évolution depuis les 10 dernières années.

Etant donné que nos modèles sont plus significatifs en décalant les variables d'un an en plus de la significativité plus importante de l'ajout des termes d'interaction au sein des modèles décalés d'un an, nous décidons de poursuivre l'analyse de ces modèles en ne considérant que les modèles décalant les variables d'un an. De plus, ces résultats viennent confirmer les résultats de recherches antérieures, préconisant de décaler l'actionnariat d'un an lors d'études sur l'ESG (Erhemjamts & Huang, 2019 ; Rees & Rodionova, 2014).

En examinant donc les modèles décalés d'un an, nous constatons que seules deux mesures de concentration sont significatives : la concentration de l'actionnaire majoritaire ainsi que son pouvoir relatif par rapport au deuxième actionnaire. Les deux variables n'ont cependant pas la même significativité. Nous pouvons observer que la mesure de concentration absolue de l'actionnaire majoritaire est significative au seuil de 1% alors que la mesure de concentration relative ne l'est qu'à 10%. Nous avons changé le groupe de référence afin de déterminer si les mêmes résultats étaient obtenus et nous avons en effet pu établir un bilan similaire.

Le fait d'observer des résultats assez différents par rapport aux modèles sans interaction nous confirme qu'analyser la concentration et l'identité indépendamment n'a pas la même signification que si l'on fait interagir ces deux composantes. Ces deux éléments de la structure de la propriété ne peuvent être dissociés si on veut tirer les conclusions adéquates. C'est pourquoi nous allons concentrer nos conclusions sur ces modèles à effets d'interaction.

Afin de comparer les effets de chaque type d'actionnaire sur le score ESG, nous avons procédé aux mêmes régressions mais en changeant le groupe de référence. Etant donné que seules deux mesures de concentration sont significatives sur les quatre, nous ne considérerons que ces deux mesures pour la suite des analyses.

Table 12 : Effet d'interaction entre P1 et l'identité des actionnaires

Résultats simplifiés du modèle Table 11 analysant uniquement l'effet d'interaction entre chaque type d'actionnaire et la mesure de concentration P1.

	Institutionnel	Etat	Famille	Entreprise	Individuel
Institutionnel		0,2992*	0,011	-0,1448*	-0,3794**
Etat	-0,2992*		-0,2880*	-0,4440**	-0,6786***
Famille	-0,011	0,2880*		-0,1561*	-0,3906**
Entreprise	0,1448*	0,4440**	0,1560*		-0,2346*
Individuel	0,3794**	0,6786***	0,3906**	0,2345*	

*** p-value < 0,01, ** p-value < 0,05, * p-value < 0,1 *Source: Gretl sur base de notre échantillon*

Table 13 : Effet d'interaction P1/P2 et l'identité des actionnaires

Résultats simplifiés du modèle Table 11 analysant uniquement l'effet d'interaction entre chaque type d'actionnaire et la mesure de concentration P1/P2.

	Institutionnel	Etat	Famille	Entreprise	Individuel
Institutionnel		0,1920	0,0658	0,0330	-0,5356*
Etat	-0,1920		-0,1262*	-0,1589*	-0,7275*
Famille	-0,0658	0,1262*		-0,033***	-0,6014*
Entreprise	-0,0330	0,1589*	0,033***		-0,5686*
Individuel	0,5356*	0,7275*	0,6014*	0,5686*	

*** p-value < 0,01, ** p-value < 0,05, * p-value < 0,1 *Source: Gretl sur base de notre échantillon*

Les tables 12 et 13 nous offrent un aperçu de l'impact des différents groupes d'actionnaires sur le score ESG et nous aideront à répondre à nos hypothèses concernant l'impact du type d'actionnaire sur la RSE.

Les tableaux ont été construits en centralisant les résultats du groupe de référence par ligne. Par exemple, en prenant l'Etat comme groupe de référence, nous pouvons remarquer que pour les deux tableaux, un changement de l'actionnaire majoritaire passant de l'Etat à n'importe quel autre type d'actionnaire aurait un impact négatif sur le score ESG de l'année suivante. Nous pouvons donc supposer de ces résultats que l'Etat aide à améliorer le score ESG des entreprises en détenant la plus grande partie de celles-ci.

Pour la table 12, l'ensemble des résultats sont significatifs à au moins 10%, excepté pour la différence entre la famille et l'investisseur institutionnel où les résultats ne sont pas significatifs. La table 13 renvoie moins de résultats significatifs, se calquant sur les résultats moins significatifs pour la mesure de concentration relative de la table 11. Si nous observons attentivement la table 13, nous remarquons que c'est l'investisseur institutionnel qui ne renvoie pas de résultats significatifs pour ce tableau. Nous pouvons supposer que l'identité de l'actionnaire majoritaire a significativement plus d'effet sur le score ESG lorsqu'on regarde la dimension de surveillance plutôt que la dimension du conflit entre les

actionnaires. Le pouvoir absolu de l'actionnaire majoritaire est donc un élément qui exerce une influence sur le score ESG des entreprises

Les deux tableaux offrent des tendances similaires pour les différents types. Nous pouvons identifier deux groupes d'actionnaires ne connaissant pas de variation dans leurs signes et avec l'ensemble de leurs résultats significatifs : les actionnaires **Etat et Individuel**. Le premier entraînerait une baisse significative dans le score ESG des entreprises l'année suivante s'il n'était plus le propriétaire majoritaire et ce, quel que soit l'actionnaire qui deviendrait majoritaire à sa place. Pour le second, nous observons l'effet inverse. Un remplacement de l'investisseur individuel comme actionnaire majoritaire aurait un impact positif sur le score ESG l'année suivante, quel que soit le groupe. Nous pouvons donc interpréter ces résultats en disant que l'Etat, lorsqu'il est présent en tant qu'actionnaire majoritaire, aura un impact positif sur le score ESG de l'année suivante. Pour les investisseurs individuels en revanche, leur présence diminuera le score ESG l'année suivante.

En ce qui concerne **les entreprises**, nous pouvons voir que tous les groupes amélioreraient le score ESG s'ils étaient majoritairement propriétaires, excepté pour l'investisseur individuel qui lui, aurait un impact négatif. Nous pouvons constater que l'effet par rapport à l'investisseur institutionnel est opposé dans la table 13. Cependant ce résultat n'est pas significatif et ne sera donc pas pris en compte. Nous pouvons donc supposer, à la suite de ces résultats, que les entreprises ont un impact négatif sur le score ESG.

Pour les sociétés détenues par **des familles**, les effets sont variés comme exposé précédemment dans la littérature. Nous observons des effets négatifs par rapport aux entreprises et aux investisseurs individuels. L'Etat cependant, permettrait un score ESG plus élevé qu'en présence de la famille. Ces résultats sont similaires pour les deux tableaux et sont significatifs. Nous n'obtenons néanmoins pas de relation significative entre les investisseurs institutionnels et la famille. Nous ne pouvons donc pas interpréter le signe de cet effet correctement.

Pour terminer l'analyse de ces résultats, nous considérons les **investisseurs institutionnels**. Nous pouvons remarquer que les résultats sont similaires à ceux de la famille si nous nous basons sur la table 12. Cependant, concernant les résultats de la mesure relative, nous ne pouvons pas tirer de conclusions significatives car un seul résultat est significatif au seuil de 10%.

Les régressions ont également été établies en prenant les piliers individuellement afin d'étudier un potentiel effet différent selon le type d'investisseur. Malgré les conclusions de précédentes études, nos résultats ne sont pas significatifs. De ce fait, une analyse statistique supplémentaire concernant ces éléments ne sera pas présentée.

L'ensemble de ces résultats sera discuté et résumé lors de l'analyse des hypothèses.

6.4. L'impact du pays sur le score ESG

Le modèle à effets fixes ne prenant pas en considération les variables fixes, nous n'avons pas pu analyser les pays dans nos modèles de régression. Puisque nous avons tout de même posé une hypothèse sur la variation du score ESG en fonction des pays, nous examinons un nouveau modèle.

Etant donné que nous ne pouvons pas utiliser la variable *Pays* de manière « brute », nous allons l'utiliser dans un terme d'interaction. Nous avons découvert dans la littérature que les pays pratiquant un système juridique de droit civil étaient généralement caractérisés par un actionnariat plus concentré, en raison du manque de protection des actionnaires. Selon les études citées dans la partie théorique, cette concentration de l'actionnariat comme phénomène contre le manque de protection, aurait un impact différent sur le score ESG.

Nous avons donc créé des variables d'interaction entre la mesure de concentration de l'actionnaire majoritaire (P1) et les différents pays, mesurées à l'aide de variables binaires. Comme lors des précédents modèles utilisant des variables binaires pour l'identification des actionnaires, nous allons utiliser un pays comme référence afin d'analyser nos résultats.

Le modèle de régression sera donc :

$$\begin{aligned} Score_{it} = & \beta_0 + \beta_1 \text{Concentration de l'actionnariat}_{it-1} \\ & + \beta_2 \text{Concentration de l'actionnariat}_{it} * Pays_i \\ & + \beta_3 \text{Variables de contrôle}_{it-1} + \text{Effets fixes temporels}_t + \varepsilon_{it} \end{aligned}$$

Table 14 : Résultats de l'impact de l'effet de l'interaction entre la concentration de l'actionnariat et les pays sur le score ESG

Résultats de la régression des données en panel à effets fixes pour la période de 2011 à 2020. Les écarts-types robustes de White-Arellano sont groupés par entreprises et se trouvent entre parenthèses.

	ESG (1) UK	ESG (2) FR	ESG (3) ALL	ESG (4) NORV
P1	-0,0451 (0,1097)	-0,1447* (0,0821)	-0,1206 (0,0974)	0,26*** (0,1275)
Leverage	-0,0009*** (0,0001)	-0,0009*** (0,0001)	-0,0009*** (0,0001)	-0,0010*** (0,00017)
Log(Tot asset)	15,0215*** (2,4832)	15,0215*** (2,4832)	15,0215*** (2,4832)	15,0215*** (2,32)
UK		0,0996 (0,1367)	0,0755 (0,1465)	-0,3051* (0,1680)
Italie	0,3143* (0,2623)	0,4139* (0,2520)	0,3899* (0,2580)	-0,0017 (0,2879)
Suède	-0,2644* (0,2025)	-0,1648 (0,1889)	-0,1889 (0,1960)	-0,5696*** (0,2155)
Pays-Bas	-0,1597* (0,1313)	-0,0601 (0,1097)	-0,0841 (0,1219)	-0,4649*** (0,1467)
Suisse	-0,1341 (0,1481)	-0,0345 (0,1290)	-0,0585 (0,1396)	-0,4393*** (0,1611)
Espagne	-0,0340 (0,1868)	0,0655 (0,1705)	0,0415 (0,1784)	-0,3392* (0,1954)
France	-0,0996 (0,1367)		-0,0240 (0,1272)	-0,4048*** (0,1511)
Belgique	0,1221 (0,5765)	0,2217 (0,5719)	0,1977 (0,5744)	-0,1830 (0,5820)
Norvège	0,3051* (0,1680)	0,4048*** (0,1511)	0,3807** (0,1602)	
Allemagne	-0,0755 (0,1465)	0,0240 (0,1272)		-0,3807** (0,1602)
Danemark	0,1014 (0,1241)	0,2010** (0,1004)	0,1769* (0,1142)	-0,2037 (0,1396)
Autriche	-0,3241* (0,2255)	-0,2245 (0,2134)	-0,2485 (0,2202)	-0,6293*** (0,2344)
Luxembourg	0,0796 (0,1518)	0,1793* (0,1341)	0,1552 (0,1434)	-0,2254 (0,1650)
Irlande	-0,7740 (0,7478)	-0,6744 (0,7444)	-0,6985 (0,7466)	-1,0792* (0,7491)
Pologne	-0,1489 (0,1393)	-0,0493 (0,1182)	-0,0733 (0,1298)	-0,4541*** (0,1515)
Finlande	-0,3472* (0,2243)	-0,2476 (0,2123)	-0,2716 (0,2185)	-0,6524*** (0,2339)
Portugal	-0,4849 (1,1118)	-0,3853 (1,1091)	-0,4094 (1,1102)	-0,7901 (1,1131)
const	-52,4203*** (17,7333)	-52,4203*** (17,7333)	-52,4203*** (17,7333)	-52,4203*** (17,7333)
Effets temporels fixes	OUI	OUI	OUI	OUI
Observations	4827	4827	4827	4827
N	575	575	575	575
R ²	0,7480	0,7480	0,7480	0,7480
F-stat	173,723***	173,723***	173,723***	173,723***

*** p-value < 0,01, ** p-value < 0,05, * p-value < 0,1

Source: Gretl sur base de notre échantillon

Nous avons tenté de faire les régressions en décalant la variable P1 ainsi que les variables de contrôle d'une année comme lors du modèle précédent. Malheureusement, ces tests ne pouvaient pas être exploités car d'autres variables binaires étaient automatiquement exclues du modèle pour cause de colinéarité parfaite. Etant donné que nous considérons la structure actionnariale d'un pays fixe dans le temps, en raison de son système réglementaire, nous n'estimons pas problématique le fait de ne pas décaler les variables de la structure de l'actionnariat. Ce modèle sert uniquement à contrôler s'il existe un effet d'interaction entre la concentration de l'actionnariat et les pays sur le score ESG.

Quatre variables ne sont pas mentionnées dans ce tableau de résultats pour cause de manque d'observations (voir *Annexe 3*). Le nombre insuffisant d'observations amènerait des résultats biaisés si ceux-ci étaient analysés. Les pays retirés sont : les Iles Féroé, Malte, l'Île de Man et les Bermudes.

Nous avons effectué quatre fois la même régression en changeant le groupe de référence pour prendre comme groupe : L'Angleterre (UK), la France (FR), L'Allemagne (ALL) et la Norvège (NORV). Ces quatre pays ont été choisis comme références afin d'observer d'éventuelles différences entre les différentes racines des systèmes juridiques explorés dans la partie théorique. Nous pouvons remarquer que l'ensemble des termes des régressions sont similaires excepté la mesure P1 ainsi que les effets d'interaction.

Nous pouvons relever le fait que P1 ne soit pas significatif pour deux des quatre modèles. Pour un des deux modèles significatifs, une mesure de la concentration a un coefficient positif, ce qui n'était pas encore survenu lors de nos précédents modèles. Ceci pourrait amener une éventuelle déduction que la concentration de l'actionnariat n'a pas le même effet sur tous les pays, rejoignant ainsi les conclusions de Younas et al. (2017).

Si nous observons les résultats obtenus des effets d'interaction, nous pouvons voir apparaître les résultats significatifs en gras. Un certain nombre de pays, plus ou moins important selon le groupe de référence, apparaît comme ayant un impact différent sur le score ESG lorsque l'actionnariat est concentré. Un pays se distingue des autres pour la significativité ainsi que pour l'homogénéité de ses résultats, c'est la Norvège. Ce pays a été pris comme pays de référence pour représenter un pays scandinave. Nous pouvons remarquer qu'un grand nombre de pays offrent des scores négatifs sur le score ESG par rapport à ce pays de référence. L'Italie semble également se démarquer en affichant un coefficient positif par rapport aux autres pays de référence, excepté la Norvège.

Selon ces résultats, nous ne pouvons néanmoins pas avancer qu'il existe une réelle différence entre les pays utilisant un régime politique basé sur la jurisprudence et ceux utilisant le droit civil. Cependant, si nous regardons *l'Annexe 16*, nous pouvons retrouver la moyenne de la concentration de l'actionnaire majoritaire par pays. Si nous éliminons l'Île de Man, les Iles Féroé, Malte et les Bermudes pour manque d'observations (voir *Annexe 3*), nous pouvons observer qu'effectivement les pays anglo-saxons (l'Irlande et l'Angleterre) représentent les pays où l'actionnariat est le moins concentré. Ceci confirme le fait que les pays pratiquant un régime de DC se caractérisent généralement par un actionnariat plus concentré.

Dans *l'Annexe 16*, nous avons également retranscrit la moyenne du score ESG par pays. En observant ces résultats, nous pouvons clairement remarquer une divergence dans les moyennes des pays. Nous ne pouvons cependant pas avancer que les pays pratiquant un système de DC se voient accorder des scores ESG plus élevés que les pays anglo-saxons.

De plus amples conclusions seront tirées lors de l'analyse des hypothèses.

6.5. L'analyse des hypothèses

L'ensemble des régressions ayant été effectuées, nous pouvons désormais passer à la validation ou au rejet des hypothèses posées sur base de la revue de la littérature. A l'aide de nos résultats, nous allons passer en revue l'ensemble de nos postulats de départ.

6.5.1. La concentration de l'actionnariat

Les différentes études de référence nous ont permis de différencier deux types de conflits d'agence pouvant avoir un impact sur le score ESG : les conflits d'agence entre les dirigeants et les actionnaires et les conflits d'agence entre les actionnaires majoritaires et minoritaires. De ces deux dimensions sont nées deux hypothèses distinctes.

La première était que la participation absolue du plus gros actionnaire n'avait pas d'impact sur le score ESG.

La seconde était que sa participation relative, elle, avait un impact significatif.

A travers nos tableaux de résultats, nous avons pu constater que la concentration de l'actionnaire majoritaire avait toujours un impact significatif sur le score ESG, contrairement aux mesures de concentration relative. De plus, lorsque les concentrations absolue et relative étaient toutes les deux significatives, la mesure de concentration du plus grand actionnaire était significative à un plus grand seuil voire à un seuil égal aux mesures relatives. Le même résultat est constaté lorsque nous regardons l'effet d'interaction entre la concentration et l'identité des actionnaires dans les Tables 12 et 13. Un nombre quasiment total de résultats est significatif pour la mesure P1 alors que le nombre est réduit pour la mesure P1/P2. De plus, de façon similaire aux mesures de concentration, les interactions avec la mesure P1 donnent des résultats plus significatifs que P1/P2. Nous pouvons éventuellement expliquer la significativité plus importante de la mesure de concentration absolue P1 par le fait que notre échantillon est caractérisé par une présence prédominante de l'actionnaire majoritaire dans la propriété par rapport aux autres actionnaires. Lors de l'analyse de nos statistiques descriptives, nous avons remarqué qu'en moyenne, P1 représentait la moitié de P5. Ceci signifie que dans les cinq plus gros actionnaires de l'entreprise, le détenteur principal du capital représente environ la moitié de ce groupe. Nous avons pu confirmer que l'actionnaire majoritaire détenait énormément de pouvoir vis-à-vis des autres actionnaires, en regardant les moyennes des mesures de concentration relative. Nous supposons que la significativité plus prononcée de la mesure absolue P1 est due au fait que cet actionnaire détient bien plus de pouvoir que les autres actionnaires. Son pouvoir de décision provient principalement de son pouvoir absolu, les autres actionnaires n'ayant pas le poids nécessaire pour contrer les décisions.

A travers nos différents modèles de régression, nous avons pu constater que les modèles ne considérant que la concentration de l'actionnariat, indépendamment des différentes catégories d'actionnaires, n'avaient pas le même impact. Ajouter uniquement le pourcentage détenu par l'actionnaire majoritaire sans tenir compte de sa nature nous amenait à des résultats bien différents de ce qui avait été publié. En revanche, en combinant ces deux aspects nous remarquons que nous obtenons des résultats similaires à ceux de précédentes études c'est-à-dire, des résultats significatifs lorsque les variables indépendantes sont décalées d'un an. Nous pouvons donc supposer que ces deux éléments de la structure de l'actionnariat ne sont pas dissociables et mènent à des conclusions

divergentes lorsque ces deux aspects sont scindés. Nous pouvons donc conclure que l'effet de la concentration de l'actionnariat sur le score ESG dépend bien de l'identité de l'actionnaire.

Pour aller plus loin dans l'analyse de notre hypothèse, nous pouvons remarquer que la significativité de la concentration de l'actionnaire majoritaire a toujours un impact négatif sur le score ESG. Nous pouvons mettre en lien nos résultats avec les résultats de précédentes études (Calza et al., 2014 ; Dam & Scholtens, 2012 ; Rees & Rodionova, 2014) ; à une exception près dans la Table 14 où une corrélation positive est faite entre la concentration de l'actionnaire majoritaire et le score ESG lorsque la Norvège est prise comme pays de référence. Ceci pourrait induire un questionnement quant à l'impact de la concentration de l'actionnaire majoritaire selon les différents pays. Ces résultats sont en accord avec ceux obtenus par Younas et al. (2017), montrant qu'un actionnariat concentré n'a pas le même impact selon les pays.

Nos deux hypothèses sont donc rejetées et nous pouvons supposer que le pouvoir absolu de l'actionnaire a un impact plus significatif que son pouvoir par rapport aux autres actionnaires. De plus, dans la majorité des cas, un actionnariat concentré entraîne une diminution du score ESG.

6.5.2. Les types d'actionnaires

La troisième hypothèse que nous avons avancée supposait que l'identité des actionnaires majoritaires avait un impact sur le score ESG. Pour cette hypothèse, nous avons utilisé deux types de modèles. Le premier (Table 9) permettait d'analyser un éventuel effet indépendant de l'identité de l'actionnaire sur le score ESG. Ce modèle n'a donné aucun résultat significatif. Nous avons alors étudié l'effet dépendant entre l'identité de l'actionnaire et sa concentration sur le score ESG (Table 10 à 12). Ce que nous pouvons déduire de notre premier modèle, c'est qu'il ne suffit pas d'être le plus grand actionnaire pour pouvoir influencer les décisions d'une entreprise. Nous avons donc ajouté un effet d'interaction entre la concentration de l'actionnariat et l'identité de l'actionnaire majoritaire. Ces modèles ont donné des résultats significatifs permettant de valider notre hypothèse. Ces résultats rejoignent les conclusions tirées par Dam et Scholtens (2012) ainsi que Rees et Rodionova (2013) qui ont également étudié la différence entre plusieurs groupes d'actionnaires sur le score ESG.

La suite des hypothèses concerne les différents types d'actionnaires individuellement. Nous commençons par **l'actionnaire familial**. Nous avons émis l'hypothèse que cet actionnaire avait un impact négatif lorsqu'il possédait la plus grande partie du capital. Nos résultats concernant cet actionnaire sont un peu mitigés. D'une part, il offre un effet positif sur le score ESG par rapport aux actionnaires « entreprises » et « individuels ». D'autre part, son effet est négatif par rapport à celui de l'Etat. Nous pouvons déduire certains éléments de ces interactions. Nous pouvons envisager l'effet positif par rapport aux entreprises et aux investisseurs individuels, comme une envie de maximiser la valeur de l'entreprise à long terme (Kappes & Schmid, 2013) et ainsi prôner l'investissement dans la RSE, que ces deux autres types d'actionnaires ne mettent pas en pratique. Ceci pourrait également montrer une envie des entreprises familiales d'améliorer leur image et d'adopter des comportements proactifs en ce qui concerne la RSE (Bingham et al., 2010 ; Isakov & Weisskopf, 2014). Cependant, le fait qu'un effet positif par rapport à l'Etat n'a pu être démontré pourrait être mis en lien avec les résultats de Barnea et Rubin (2010) et Rees et Rodionova (2014). Les actionnaires familiaux ont en effet leur propre capital au sein de cette entreprise, ils éprouveront donc plus de réticences dans les investissements plus instables comme la RSE, comparé à un actionnaire comme l'Etat qui lui est externe à l'entreprise et nourrit d'autres objectifs lorsqu'il est propriétaire d'une entreprise. Nous

rejetons donc notre deuxième hypothèse car nous supposons, au vu de nos résultats, que l'actionnaire familial a d'autres motivations liées à l'investissement au sein de la RSE, mitigeant ainsi son impact sur le score ESG. Ceci pourrait expliquer pourquoi le sujet est tant controversé dans la littérature.

Les *investisseurs institutionnels* ont eux aussi donné des résultats mitigés. Notre hypothèse suggérait que la présence d'investisseurs institutionnels améliorerait le score ESG. Comme mentionné dans la littérature (Erhemjamts & Huang, 2019), la majorité de notre échantillon était représenté par un investisseur institutionnel en tant qu'actionnaire majoritaire. Comme pour l'actionnaire familial, nous retrouvons des conclusions mitigées pour cet actionnaire. Contrairement à la famille, les résultats sont bien moins significatifs, surtout si nous regardons le pouvoir relatif de la table 13 où presque aucun effet n'est significatif. Cela indique qu'une augmentation du pouvoir relatif des investisseurs institutionnels n'a pas d'impact significatif sur la variation du score ESG des entreprises. Par contre, une augmentation de sa part absolue renvoie des résultats pouvant être analysés. Nous pourrions justifier ces effets mitigés par le fait que les investisseurs institutionnels long terme et court terme n'ont pas les mêmes objectifs (Alda, 2019 ; Kim et al., 2019). Dans cette étude, nous n'avons cependant pas distingué les deux types d'horizons d'investissement. Un grand nombre d'investisseurs institutionnels ont été repris dans cette catégorie (voir *Annexe 7*), pouvant ainsi biaiser nos résultats sur l'impact des investisseurs institutionnels sur le score ESG car nous avons estimé que l'ensemble de ces investisseurs avaient les mêmes objectifs. Selon nos résultats significatifs, une augmentation du pouvoir absolu de l'investisseur institutionnel en tant qu'actionnaire majoritaire a un effet positif sur le score ESG, comparé au même effet si l'actionnaire majoritaire était une entreprise ou un investisseur individuel. Ceci pourrait une nouvelle fois se justifier par l'horizon particulièrement court de ces deux types d'actionnaires par rapport à un investisseur institutionnel. Puisque la RSE est plutôt un investissement à LT, ils auront plutôt tendance à être établis par des actionnaires possédant un horizon d'investissement plus long (Calza et al., 2014). Etant donné que nous n'avons pas différencié les investisseurs CT et LT, nous ne pouvons pas affirmer nos propos avec certitude. Similairement à la famille, l'Etat apporterait un meilleur score ESG que les investisseurs institutionnels. Ces résultats peuvent également être dûs à la non-différenciation des horizons d'investissement du groupe d'actionnaires. Nous rejetons donc notre hypothèse 3 en concluant que les investisseurs institutionnels n'ont pas tous les mêmes attentes envers la RSE selon leurs horizons d'investissement. Une distinction entre les acteurs CT et LT mériterait d'être approfondie.

Concernant *l'Etat*, notre hypothèse de départ était que sa présence impacterait positivement le score ESG. D'après nos résultats, l'Etat dévoile des résultats homogènes que ce soit par rapport à sa concentration absolue ou sa concentration relative. Sa présence améliore systématiquement le score ESG, quels que soient les autres types d'actionnaires. Ces résultats sont en accord avec les précédentes études sur le sujet (Boubakri et al., 2019 ; Earnhart & Lizal, 2006). Comme évoqué au cours de notre revue de la littérature, le gouvernement est un acteur au centre des préoccupations environnementales (Calza et al., 2014), il n'est donc pas étonnant que son pouvoir en tant qu'actionnaire soit mis au profit de la RSE. De plus, étant un propriétaire influant au sein des sociétés, ce dernier a le moyen de mener les politiques des entreprises dans le sens qu'il désire. Nous n'avons trouvé aucun résultat concernant les piliers individuels. Nous ne pouvons donc pas dégager d'effets différents selon des aspects du score. Nous pouvons donc accepter notre hypothèse de départ.

Peu d'études ont porté sur l'impact **d'entreprises** dans l'actionnariat d'autres entreprises sur les investissements dans la RSE. Nous avons émis l'hypothèse que l'investissement interentreprises avait un impact négatif sur le score ESG. Nos résultats mettent effectivement en avant un effet négatif entre ces deux éléments. Cet effet est visible pour l'ensemble des autres groupes excepté pour les investisseurs individuels qui, une fois encore, renverraient un score ESG plus négatif que les entreprises propriétaires. Ces conclusions ne sont pas surprenantes. Effectivement, pour qu'une entreprise puisse être considérée comme étant l'actionnaire majoritaire d'une autre entreprise, la société détentrice doit posséder une grande partie du capital. Selon la théorie de diversification du portefeuille (Markowitz, 1952), cette stratégie n'est pas la meilleure lorsqu'il s'agit de maximiser la rentabilité de ses actifs financiers. Nous pouvons donc supposer que ce risque dû au manque de diversification est pris pour des raisons autres que le simple investissement en bourse. L'autre motif probable réside dans les motifs stratégiques (Hillier et al., 2011). Souffrant déjà d'un risque pour cause de manque de diversification, ces actionnaires seraient donc plus réticents que les investisseurs institutionnels ou l'Etat à investir dans les flux de trésorerie incertains et à long-terme comme la RSE. L'effet négatif par rapport à un actionnaire familial pourrait s'expliquer par le fait que ce dernier, comme vu précédemment, a des motifs divers concernant les investissements dans la RSE. Les motivations de cet acteur n'étant pas uniquement financières, sa présence améliorerait le score ESG par rapport à une entreprise. Nous pouvons donc accepter notre hypothèse concernant les investissements interentreprises.

Enfin, pour **les individus**, les résultats sont une nouvelle fois assez clairs. Nous avons supposé que ces derniers auraient un impact négatif sur le score ESG. En regardant nos tableaux, nous pouvons observer que l'ensemble de ces derniers nous donne des résultats significatifs concernant la présence d'investisseurs individuels. Comparé à l'ensemble des groupes, la présence d'individus comme actionnaires majoritaires aurait un impact négatif sur le score ESG de l'année suivante. Les résultats ressortent plus significativement lorsque sa part absolue augmente plutôt que sa part relative. Ces résultats ne nous surprennent pas étant donné que les autres types d'actionnaires possèdent généralement des ressources bien plus importantes, leur permettant de pouvoir diversifier leur portefeuille et ainsi limiter les risques. De plus, les individus sont des superviseurs moins efficaces (Barber & Odean, 2011) compliquant leurs prises de décisions au sein des entreprises, comparé aux autres catégories d'actionnaires. Nous ne rejetons donc pas notre hypothèse de départ.

6.5.3. La différence entre les pays

Lors de notre passage en revue de la littérature, nous avons constaté qu'une différence concernant le score ESG a été remarquée entre les pays. Nous avons alors émis l'hypothèse que les pays accordant une protection plus élevée à leurs actionnaires induisaient des scores ESG moins élevés. Etant donné que nous n'avons pas pu analyser l'impact individuel des pays dans nos modèles, à cause de l'exclusion des variables fixes, nous avons introduit un effet d'interaction. Cet effet d'interaction met en lien la mesure de concentration du plus grand actionnaire (P1) avec chaque pays. Nous avons mis en interaction ces deux variables car, d'après la littérature, les pays offrant moins de protection pour les actionnaires se caractérisaient par un actionnariat plus concentré afin de palier à ce manque. Dans les pays ayant un système basé sur la jurisprudence, c'est-à-dire les pays anglo-saxons, l'actionnariat est généralement plus dispersé que dans les pays pratiquant le droit civil (Delgado-García et al., 2010). Nos résultats dans *l'Annexe 16* confirment que ces pays ont un actionnariat moins concentré que les autres pays européens. Les résultats de cette *Annexe* confirment également que le score ESG moyen

entre les pays européens n'est pas similaire. Nous ne pouvons cependant pas conclure que les pays anglo-saxons sont caractérisés par des scores ESG plus faibles d'après ce simple tableau.

De nos résultats Table 14, nous voyons qu'il existe des différences entre les pays concernant leur concentration de l'actionnariat et l'impact que celui-ci a sur le score ESG. Nous découvrons ainsi que la concentration de l'actionnariat a un impact différent sur l'ESG selon les pays. La Norvège se distingue des autres pays car elle possède un grand nombre de résultats significatifs où la concentration de la propriété impacte positivement le score ESG.

Nous pouvons donc valider qu'il existe des différences entre les pays concernant l'impact de la concentration de l'actionnariat sur le score ESG ainsi qu'entre les scores ESG des différents pays. Mais nous ne pouvons pas valider notre hypothèse concernant les différentes protections des actionnaires car nous n'avons pas pu étudier la variable *Pays* indépendamment.

7. Limitations

Malgré les divers modèles de régression repris dans ce document et décrits dans les pages précédentes, cette étude ne peut prétendre être exhaustive. Certaines limites ont été rencontrées et sont résumées ci-après.

Premièrement, l'utilisation de l'agence de notation Thomson Reuters plutôt qu'une autre peut éventuellement amener des résultats différents. Comme expliqué brièvement lors de la sélection des variables, les différentes agences de notation n'utilisent pas les mêmes principes pour évaluer le score ESG des entreprises. Comme aucune réglementation n'existe concernant la notation ESG, des divergences existent entre les différentes agences. Une autre agence de notation aurait pu éventuellement communiquer des scores différents que ceux que nous avons utilisés pour notre échantillon et conduire à des conclusions différentes.

Ensuite, certains de nos résultats sont mitigés, notamment ceux concernant l'effet de la présence d'investisseurs institutionnels sur le score ESG. De nombreux articles ont mis en avant l'importance d'une distinction entre les horizons des investisseurs institutionnels car ceux-ci ne poursuivent pas tous les mêmes objectifs (Alda, 2019 ; Calza et al., 2014 ; Erhemjamts & Huang, 2019 ; Kim et al., 2019). Cependant, aucune distinction entre eux n'a été faite dans cette étude. Une différenciation entre les horizons CT et LT aurait peut-être permis de comparer des impacts divergents. Davantage de recherches seraient nécessaires pour comparer les impacts à long terme des différents types d'investisseurs (Villalonga, 2018). Cet aspect n'a pas été abordé dans cette étude.

Nous avons également construit un modèle afin d'étudier des impacts différents selon les pays. Notre modèle à effets fixes nous limitant dans l'utilisation d'une variable fixe (la variable *Pays*), nous n'avons pas pu analyser si cette variable avait un impact significatif sur le score ESG. A la place, nous avons étudié un modèle en y ajoutant un effet d'interaction. Les conclusions qui peuvent en être tirées ont néanmoins un sens différent. Avec ce modèle, nous avons étudié l'effet de la concentration sur le score ESG selon les pays. Des études évaluant l'impact indépendant de chaque pays sur le score ESG, sans passer par un terme d'interaction, permettraient des considérations différentes.

8. Conclusion

De l'anxiété climatique grandissante se renforce une tendance d'investissement qui évolue très vite. La prise en compte de la durabilité dans les placements n'est plus une option mais devient au contraire, une urgence. De ces modifications massives dans les préférences des investisseurs naît un besoin d'investigation du domaine tel qu'il est aujourd'hui, ainsi que son évolution au cours des dernières années. Les changements de gestion adoptés par les entreprises résultent généralement de décisions prises par leurs propriétaires, autrement dit les actionnaires. Les plus grands détenteurs du capital sont ceux bénéficiant de la plus grande influence. Tous les propriétaires ne nourrissent pas des ambitions similaires et ces divergences peuvent impacter la conduite des sociétés.

Notre recherche a étudié dans quelle mesure la Responsabilité Sociale des Entreprises (RSE), mesurée par le score ESG, peut être déterminée par la structure de l'actionnariat. En particulier, nous examinons le rôle de la concentration de l'actionnariat ainsi que l'identité des propriétaires, divisée en cinq groupes. Cette étude s'est concentrée sur un échantillon d'entreprises européennes cotées en bourse.

Nos résultats nous indiquent premièrement que l'effet de la concentration de l'actionnariat sur les engagements en termes de RSE ne peut pas être étudié individuellement. La manière dont la propriété est structurée a des effets hétérogènes en fonction de plusieurs facteurs. Nous avons découvert qu'un actionnariat concentré pouvait exercer une influence positive ou négative, selon l'identité de l'actionnaire principal mais également selon le pays dans lequel l'entreprise est établie. Une analyse ainsi qu'une conclusion générale sur la conséquence de la concentration de la propriété sur le score ESG seraient inexactes. Ces résultats montrent néanmoins que la structure de l'actionnariat joue un rôle dans la RSE.

Un actionnariat concentré peut entraîner une série de conflits. Deux types majeurs peuvent impacter la prise de décision d'une société : ceux entre les propriétaires et les dirigeants et ceux entre les propriétaires eux-mêmes. Nous avons voulu appréhender les répercussions de ces deux types d'opposition sur le score ESG. Il ressort de cette investigation que c'est bien le pouvoir octroyé par son importante participation qui offre la possibilité à l'actionnaire majoritaire d'influencer les actions dans la RSE et pas son pouvoir de décision par rapport aux autres actionnaires.

Nos conclusions soutiennent que la relation entre les actionnaires et la RSE diffère car les propriétaires ont des motifs financiers et non financiers propres à chacun. Dans ce contexte, nos résultats indiquent que lorsque l'Etat possède la plus grande partie du capital, l'augmentation de sa participation affecte positivement le score ESG. Les questions environnementales et sociales étant au cœur des gouvernements actuels, ces derniers se servent de leur autorité au sein des organisations afin d'atteindre leurs objectifs politiques. L'effet inverse se produit lorsque le propriétaire principal est une entreprise ou un investisseur privé. Pour le premier, nous supposons que sa présence en tant qu'actionnaire majoritaire est justifiée par des raisons stratégiques, limitant les dépenses dans la RSE. Pour le second, la réticence envers l'amélioration de la performance sociale peut se justifier par un manque de diversification de l'individu, augmentant son risque. Les investissements engendrant des bénéfices incertains sont alors limités.

L'incidence de la présence d'un actionnaire familial ou d'un investisseur institutionnel est moins tranchée. Cette mobilité sur l'effet du score ESG pourrait s'expliquer, pour le premier, par une série de buts distincts. Nous pensons que cet actionnaire aurait des incitatifs à s'engager dans la RSE mais dans une certaine limite. L'amélioration du score ESG pour ces entreprises permettrait une valorisation à long-terme de la société ainsi qu'un embellissement de son image, se répercutant sur ses propriétaires.

Ces investissements sont cependant freinés par le fait que l'actionnaire familial introduit son propre patrimoine. Le risque qu'ils entraînent restreint les fonds investis. En ce qui concerne les investisseurs institutionnels, nous pensons que le manque de résultats clairs provient du fait de l'assemblage d'un tas d'acteurs dans cette catégorie, bien que ceux-ci possèdent des objectifs différents. La RSE étant plutôt un investissement sur le long-terme, les actionnaires détenant un horizon à court-terme seront réticents à y placer leur argent. Une dissociation des propriétaires avec des perspectives de placements à différents termes permettrait peut-être des conclusions plus catégoriques.

Lors de notre consultation d'une éventuelle disparité entre les pays, nous avons pu découvrir plusieurs points. N'étant pas en mesure d'étudier l'impact individuel du pays sur le score ESG, en raison des limites de notre modèle à effets fixes, nous avons étudié l'effet de la concentration de l'actionnariat sur ce score selon les pays. Nous avons ainsi découvert que l'effet de la concentration de la propriété différait selon les pays, mettant en lumière les ambitions hétérogènes des actionnaires à travers l'Europe. Ceci nous montre encore une fois, que la concentration n'est pas une variable indépendante mais que son impact sur la RSE découle d'autres facteurs qui doivent être considérés si une analyse exhaustive doit être menée. Malgré le fait que nous n'ayons pas eu la possibilité d'examiner l'incidence des pays sur le score ESG, nous avons tout de même pu apercevoir des scores moyens différents selon certains d'entre eux. Nous avons également pu constater qu'en effet, en moyenne, les pays se basant sur le droit civil bénéficiaient d'un actionnariat plus concentré, certainement dû au manque de protection pour les propriétaires.

Sur base de l'ensemble de nos modèles, nous pouvons donc confirmer que la structure de l'actionnariat joue un rôle dans la durabilité des entreprises. Les conséquences de cette dernière dépendent non seulement de l'identité des propriétaires mais également du pays considéré. Les désirs des actionnaires n'étant pas homogènes, que ce soit vis-à-vis des autres catégories de propriétaires ou d'un même groupe dans un autre pays, il est essentiel de les distinguer afin de capter leur réelle incidence sur la RSE.

La menace de bouleversements environnementaux est évidente, la question sociale est un sujet d'importance croissante et les défaillances dans la gouvernance d'entreprise sont fréquemment reconnues comme sources de crises économiques. Dans ce contexte, l'ensemble des acteurs cherchent à renforcer la performance ESG des entreprises. Les dirigeants de ces sociétés, les régulateurs ou encore les décideurs politiques envisagent la RSE comme un moyen de faire face à ces défis mondiaux. Les actionnaires apparaissent comme des protagonistes pouvant contribuer à trouver des solutions à ces problématiques. Il est donc primordial de veiller à ce que ceux-ci soient reconnus comme des agents détenant un pouvoir considérable sur l'engagement social des entreprises.

9. Bibliographie

- Abeysekera, A. P., & Fernando, C. S. (2020). Corporate social responsibility versus corporate shareholder responsibility : A family firm perspective. *Journal of Corporate Finance*, 61. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2018.05.003>
- Aguilera, R. V., Desender, K. A., & Kabbach-Castro, L. R. (2012). A Bundle Perspective to Comparative Corporate Governance. *The SAGE handbook of corporate governance*, 379-405. <https://doi.org/10.2139/ssrn.1797142>
- Aguilera, R. V., Williams, C. A., Conley, J. M., & Rupp, D. E. (2006). Corporate Governance and Social Responsibility : a comparative analysis of the UK and the US*. *Corporate Governance : An International Review*, 14(3), 147-158. <https://doi.org/10.1111/j.1467-8683.2006.00495.x>
- Ahlström, H. (2019). Policy Hotspots for Sustainability : Changes in the EU Regulation of Sustainable Business and Finance. *Sustainability*, 11(2), 499-515. <https://doi.org/10.3390/su11020499>
- Albert, S., & Whetten, D. A. (1985). Organizational identity. *Research in Organizational Behavior*, 7, 263-295.
- Alda, M. (2019). Corporate sustainability and institutional shareholders : The pressure of social responsible pension funds on environmental firm practices. *Business Strategy and the Environment*, 28(6), 1060-1071. <https://doi.org/10.1002/bse.2301>
- Arora, S., Sur, J. K., & Chauhan, Y. (2021). Does corporate social responsibility affect shareholder value ? Evidence from the COVID-19 crisis. *International Review of Finance*, 1-10. <https://doi.org/10.1111/irfi.12353>
- Badía, G., Cortez, M. C., & Ferruz, L. (2020). Socially responsible investing worldwide : Do markets value corporate social responsibility ? *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 27(6), 2751-2764. <https://doi.org/10.1002/csr.1999>

- Ballesteros, E., Pérez-Gladish, B., & Garcia-Bernabeu, A. (2015). *Socially Responsible Investment : A Multi-Criteria Decision Making Approach* (Vol. 219). Springer. <https://doi.org/10.1007/978-3-319-11836-9>
- Baltagi, B. H. (2021). *Econometric Analysis of Panel Data* (6^e éd.). Springer. <https://doi.org/10.1007/978-3-030-53953-5>
- Barber, B. M., & Odean, T. (2011). The Behavior of Individual Investors. *SSRN Electronic Journal*, 1-52. <https://doi.org/10.2139/ssrn.1872211>
- Barnea, A., & Rubin, A. (2010). Corporate Social Responsibility as a Conflict Between Shareholders. *Journal of Business Ethics*, 97(1), 71-86. <https://doi.org/10.1007/s10551-010-0496-z>
- Barone, A., James, M., & Kazel, M. (2022, 2 février). *What You Need to Know About Non-Executive Directors*. Investopedia. Consulté le 4 juillet 2022, à l'adresse <https://www.investopedia.com/terms/n/non-executive-director.asp>
- Barros, L., Castro, F. H., da Silveira, A., & Bergmann, D. (2020). Endogeneity in panel data regressions : methodological guidance for corporate finance researchers. *Review of Business Management*, 22(Special Issue), 437-461. <https://doi.org/10.7819/rbgn.v22i0.4059>
- Becker, M. G., Martin, F., & Walter, A. (2022). The power of ESG transparency : The effect of the new SFDR sustainability labels on mutual funds and individual investors. *Finance Research Letters*. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2022.102708>
- Becker-Olsen, K. L., Cudmore, B. A., & Hill, R. P. (2006). The impact of perceived corporate social responsibility on consumer behavior. *Journal of Business Research*, 59(1), 46-53. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2005.01.001>
- Berle, A., & Means, G. (1932). *Modern Corporation And Private Property*. Transaction Publishers.
- Bingham, J. B., Gibb Dyer, W., Smith, I., & Adams, G. L. (2010). A Stakeholder Identity Orientation Approach to Corporate Social Performance in Family Firms. *Journal of Business Ethics*, 99(4), 565-585. <https://doi.org/10.1007/s10551-010-0669-9>

- Bloomenthal, A., Boyle, M. J., & Williams, P. (2021, 19 janvier). *Asymmetric Information*. Investopedia. Consulté le 19 juillet 2022, à l'adresse <https://www.investopedia.com/terms/a/asymmetricinformation.asp>
- Boubakri, N., Guedhami, O., Kwok, C. C., & Wang, H. H. (2019). Is privatization a socially responsible reform ? *Journal of Corporate Finance*, 56, 129-151. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2018.12.005>
- Bourbonnais, R. (2018). Chapitre 13 : Introduction à l'économétrie des données de panel. Dans *Econométrie* (10e éd., p. 371-387). Dunod. <https://doi.org/10.3917/dunod.bourb.2018.01>
- Bowen, H. R. (1953). *Social Responsibilities of the Businessman*. New York : Harper & Row.
- Breuer, W., Müller, T., Rosenbach, D., & Salzmann, A. (2018). Corporate social responsibility, investor protection, and cost of equity : A cross-country comparison. *Journal of Banking & Finance*, 96, 34-55. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2018.07.018>
- BSI Economics. (2014, 6 janvier). *Qu'est-ce qu'une variable de contrôle dans une régression ?* Consulté le 5 août 2022, à l'adresse <http://www.bsi-economics.org/236-%E2%98%86-qu%E2%80%99est-ce-qu%E2%80%99une-variable-de-contrôle-dans-une-régression>
- Burke, L., & Logsdon, J. M. (1996). How corporate social responsibility pays off. *Long Range Planning*, 29(4), 495-502. [https://doi.org/10.1016/0024-6301\(96\)00041-6](https://doi.org/10.1016/0024-6301(96)00041-6)
- Cai, Y., Pan, C. H., & Statman, M. (2016). Why do countries matter so much in corporate social performance ? *Journal of Corporate Finance*, 41, 591-609. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2016.09.004>
- Calza, F., Profumo, G., & Tutore, I. (2014). Corporate Ownership and Environmental Proactivity. *Business Strategy and the Environment*, 25(6), 369-389. <https://doi.org/10.1002/bse.1873>
- Campbell, J. L. (2007). Why would corporations behave in socially responsible ways ? an institutional theory of corporate social responsibility. *Academy of Management Review*, 32(3), 946-967. <https://doi.org/10.5465/amr.2007.25275684>

- Capelle-Blancard, G., Desroziers, A., Garel, A., & Petit-Romec, A. (2021). L'investissement socialement responsable. *Revue Française de Gestion*, 47(300), 61-99.
<https://doi.org/10.3166/rfg.2021.00576>
- Carroll, A. B. (1999). Corporate Social Responsibility. *Business & Society*, 38(3), 268-295.
<https://doi.org/10.1177/000765039903800303>
- Carroll, A. B. (2009). A History of Corporate Social Responsibility. *Oxford Handbooks Online*.
<https://doi.org/10.1093/oxfordhb/9780199211593.003.0002>
- Chen, J. (2021, 31 octobre). *Survivorship Bias Definition*. Investopedia. Consulté le 26 juillet 2022, à l'adresse <https://www.investopedia.com/terms/s/survivorshipbias.asp>
- Chen, J., & Ganti, A. (2022, 30 mai). *What Is STOXX?* Investopedia. Consulté le 22 juillet 2022, à l'adresse <https://www.investopedia.com/terms/s/stoxx.asp>
- Cheung, Y. L., Tan, W., & Wang, W. (2020). Where do banks value corporate social responsibility more ? Evidence on the role of national culture. *Journal of Banking & Finance*, 118, 105810.
<https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2020.105810>
- Cheung, Y. W., & Lai, K. S. (1995). Lag Order and Critical Values of the Augmented Dickey-Fuller Test. *Journal of Business & Economic Statistics*, 13(3), 277-280. <https://doi.org/10.2307/1392187>
- Chrisman, J. J., Chua, J. H., & Steier, L. (2005). Sources and Consequences of Distinctive Familiness : An Introduction. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 29(3), 237-247.
<https://doi.org/10.1111/j.1540-6520.2005.00080.x>
- Clark, G. L., & Viehs, M. (2014). The Implications of Corporate Social Responsibility for Investors : An Overview and Evaluation of the Existing CSR Literature. *Investing Review*.
- Clark, T. S., & Linzer, D. A. (2014). Should I Use Fixed or Random Effects ? *Political Science Research and Methods*, 3(2), 399-408. <https://doi.org/10.1017/psrm.2014.32>
- Coffee, J. C. (2001). The Rise of Dispersed Ownership : The Roles of Law and the State in the Separation of Ownership and Control. *The Yale Law Journal*, 111(1), 1-82.
<https://doi.org/10.2307/797515>

Commission Européenne. (s. d.). *Paris Agreement*. Consulté le 26 avril 2022, à l'adresse

https://ec.europa.eu/clima/eu-action/international-action-climate-change/climate-negotiations/paris-agreement_en

Corporate Finance Institute. (2022, 12 février). *Sample Selection Bias*. Consulté le 22 juillet 2022, à

l'adresse <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/knowledge/other/sample-selection-bias/>

Cyert, R. & March, J. (2005). Behavioral Theory of the Firm. Dans J.B. Miner, *Organizational Behavior* 2 (p. 60-77). New York : M.E.Sharpe.

Dam, L., & Scholtens, B. (2012). Does Ownership Type Matter for Corporate Social Responsibility ?

Corporate Governance : An International Review, 20(3), 233-252.

<https://doi.org/10.1111/j.1467-8683.2011.00907.x>

Définition « Exproprier ». (s. d.). Le Robert. Consulté le 30 juin 2022, à l'adresse

<https://dictionnaire.lerobert.com/definition/exproprier>

Delgado-García, J. B., de Quevedo-Puente, E., & de la Fuente-Sabaté, J. M. (2010). The Impact of

Ownership Structure on Corporate Reputation : Evidence From Spain. *Corporate Governance : An International Review*, 18(6), 540-556. <https://doi.org/10.1111/j.1467-8683.2010.00818.x>

Dow Jones Sustainability Indexes. (2012). European Environment Agency. Consulté le 12 mai 2022, à

l'adresse <https://www.eea.europa.eu/data-and-maps/data/external/dow-jones-sustainability-indexes>

Dowell, G., Hart, S., & Yeung, B. (2000). Do Corporate Global Environmental Standards Create or

Destroy Market Value ? *Management Science*, 46(8), 1059-1074.

<https://doi.org/10.1287/mnsc.46.8.1059.12030>

Dyer, W. G., & Whetten, D. A. (2006). Family Firms and Social Responsibility : Preliminary Evidence from the S&P 500. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 30(6), 785-802.

<https://doi.org/10.1111/j.1540-6520.2006.00151.x>

- Earnhart, D., & Lizal, L. (2006). Effects of ownership and financial performance on corporate environmental performance. *Journal of Comparative Economics*, 34(1), 111-129.
<https://doi.org/10.1016/j.ice.2005.11.007>
- Erhemjamts, O., & Huang, K. (2019). Institutional ownership horizon, corporate social responsibility and shareholder value. *Journal of Business Research*, 105, 61-79.
<https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2019.05.037>
- Esposito De Falco, S., Scandurra, G., & Thomas, A. (2021). How stakeholders affect the pursuit of the Environmental, Social, and Governance. Evidence from innovative small and medium enterprises. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 28(5), 1528-1539. <https://doi.org/10.1002/csr.2183>
- Estevez, E. (2021, 23 février). *Accounting for Intercorporate Investments : What You Need to Know*. Investopedia. Consulté le 15 juillet 2022, à l'adresse
<https://www.investopedia.com/articles/fundamental-analysis/11/accounting-intercorporate-investment.asp#>
- Eurosif. (2018). *European SRI Study 2018*. Brussels, Belgium : Eurosif. <https://www.eurosif.org/wp-content/uploads/2021/10/European-SRI-2018-Study.pdf>
- Eurosif. (2021, octobre). *Eurosif Report 2021*. <https://www.eurosif.org/wp-content/uploads/2021/11/2021-Eurosif-Report-Fostering-investor-impact.pdf>
- Fama, E. F., & Jensen, M. C. (1983). Separation of Ownership and Control. *The Journal of Law and Economics*, 26(2), 301-325. <https://doi.org/10.1086/467037>
- Free Market Definition*. (2022, 12 mai). Investopedia. Consulté le 13 mai 2022, à l'adresse
<https://www.investopedia.com/terms/f/freemarket.asp>
- Freeman, E. (1984). *Strategic Management : A Stakeholder Approach*. Pitman Publishing Inc.
- Freeman, E. (2010). Managing for Stakeholders : Trade-offs or Value Creation. *Journal of Business Ethics*, 96(S1), 7-9. <https://doi.org/10.1007/s10551-011-0935-5>
- Friedman, M. (1962). *Capitalism and Freedom*. The University of Chicago Press.

- Friedman, M. (1970). The Social Responsibility of Business Is to Increase Its Profits. *The New York Times Magazine*.
- Friends Fiduciary Corporation. (2020, 1 juin). Quaker.Org. Consulté le 13 mai 2022, à l'adresse <https://quaker.org/friends-fiduciary-corporation/>
- FTSE4Good Index Series. (2020, 24 septembre). Investopedia. Consulté le 12 mai 2022, à l'adresse <https://www.investopedia.com/terms/f/ftse4good-index.asp>
- Gallego-Álvarez, I., & Quina-Custodio, I. A. (2017). Corporate Social Responsibility Reporting and Varieties of Capitalism : an International Analysis of State-Led and Liberal Market Economies. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 24(6), 478-495. <https://doi.org/10.1002/csr.1421>
- Gillan, S. L. (2006). Recent Developments in Corporate Governance : An Overview. *Journal of Corporate Finance*, 12(3), 381-402. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2005.11.002>
- GLOBAL SUSTAINABLE INVESTMENT REVIEW 2020. (2020). Global Sustainable Investment Alliance. <http://www.gsi-alliance.org/wp-content/uploads/2021/08/GSIR-20201.pdf>
- Goaied, M., & Sassi, S. (2012). *ECONOMETRIE DES DONNEES DE PANEL SOUS STATA*. Université de Carthage.
- Gödker, K., & Mertins, L. (2017). CSR Disclosure and Investor Behavior : A Proposed Framework and Research Agenda. *Behavioral Research in Accounting*, 30(2), 37-53. <https://doi.org/10.2308/bria-51976>
- Graham, J. R., & Kumar, A. (2006). Do Dividend Clienteles Exist ? Evidence on Dividend Preferences of Retail Investors. *The Journal of Finance*, 61(3), 1305-1336. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2006.00873.x>
- Graves, S. B., & Waddock, S. A. (1994). Institutional Owners and Corporate Social Performance. *Academy of Management Journal*, 37(4), 1034-1046. <https://doi.org/10.5465/256611>
- Hayes, A. (2022, 4 janvier). *Multicollinearity*. Investopedia. Consulté le 5 août 2022, à l'adresse <https://www.investopedia.com/terms/m/multicollinearity.asp>

- Hill, C. R., Griffiths, W. E., & Lim, G. C. (2018). *Principles of Econometrics* (5th edition). Wiley.
- Hill, R. P., Ainscough, T., Shank, T., & Manullang, D. (2006). Corporate Social Responsibility and Socially Responsible Investing : A Global Perspective. *Journal of Business Ethics*, 70(2), 165-174. <https://doi.org/10.1007/s10551-006-9103-8>
- Hillier, D., Grinblatt, M., & Titman, S. (2011). *Financial Markets and Corporate Strategy* (2nd UK ed.). McGraw-Hill Europe.
- Hirigoyen, G., & Poulain-Rehm, T. (2014). Relationships between Corporate Social Responsibility and Financial Performance : What is the Causality ? *Journal of Business & Management*, 4(1), 18-43.
- Hoskisson, R. E., Hitt, M. A., Johnson, R. A., & Grossman, W. (2002). Conflicting Voices : The Effects of Institutional Ownership Heterogeneity and Internal Governance on Corporate Innovation Strategies. *Academy of Management Journal*, 45(4), 697-716. <https://doi.org/10.5465/3069305>
- Idowu, S. O., Schmidpeter, R., & Fifka, M. S. (2015). *Corporate Social Responsibility in Europe : United in Sustainable Diversity (CSR, Sustainability, Ethics & Governance)* (2015^e éd.) [E-book]. Springer. <https://doi.org/10.1007/978-3-319-13566-3>
- Isakov, D., & Weisskopf, J. P. (2014). Are founding families special blockholders ? An investigation of controlling shareholder influence on firm performance. *Journal of Banking & Finance*, 41, 1-16. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2013.12.012>
- Jensen, M. C. (2002). Value Maximization, Stakeholder Theory, and the Corporate Objective Function. *Business Ethics Quarterly*, 12(2), 235-256. <https://doi.org/10.2307/3857812>
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm : Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360. [https://doi.org/10.1016/0304-405x\(76\)90026-x](https://doi.org/10.1016/0304-405x(76)90026-x)
- Jerzemowska, M. (2006). The Main Agency Problems and Their Consequences. *Acta Oeconomica Pragensia*, 14(3), 9-17. <https://doi.org/10.18267/j.aop.73>

- Kappes, I., & Schmid, T. (2013). The Effect of Family Governance on Corporate Time Horizons. *Corporate Governance : An International Review*, 21(6), 547-566.
<https://doi.org/10.1111/corg.12040>
- Kim, H. D., Kim, T., Kim, Y., & Park, K. (2019). Do long-term institutional investors promote corporate social responsibility activities ? *Journal of Banking & Finance*, 101, 256-269.
<https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2018.11.015>
- Krishnamoorthy, R. (2021). Environmental, Social, and Governance (ESG) Investing : Doing Good to Do Well. *Open Journal of Social Sciences*, 09(07), 189-197.
<https://doi.org/10.4236/jss.2021.97013>
- Kruschke, J. K. (2015). Chapter 18 - Metric Predicted Variable with Multiple Metric Predictors. Dans *Doing Bayesian Data Analysis* (Second Edition, p. 509-551). Academic Press.
<https://doi.org/10.1016/B978-0-12-405888-0.00018-0>
- La Porta, R., Lopez-De-Silanes, F., & Shleifer, A. (1999). Corporate Ownership Around the World. *The Journal of Finance*, 54(2), 471-517. <https://doi.org/10.1111/0022-1082.00115>
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. (1998). Law and Finance. *Journal of Political Economy*, 106(6), 1113-1155. <https://doi.org/10.1086/250042>
- Latapí Agudelo, M. A., Jóhannsdóttir, L., & Davídsdóttir, B. (2019). A literature review of the history and evolution of corporate social responsibility. *International Journal of Corporate Social Responsibility*, 4(1). <https://doi.org/10.1186/s40991-018-0039-y>
- Lei, Q., Lin, B., & Wei, M. (2013). Types of agency cost, corporate governance and liquidity. *Journal of Accounting and Public Policy*, 32(3), 147-172.
<https://doi.org/10.1016/j.jaccpubpol.2013.02.008>
- Li, W., & Zhang, R. (2010). Corporate Social Responsibility, Ownership Structure, and Political Interference : Evidence from China. *Journal of Business Ethics*, 96(4), 631-645.
<https://doi.org/10.1007/s10551-010-0488-z>

- Liang, H., & Renneboog, L. (2017). On the Foundations of Corporate Social Responsibility. *The Journal of Finance*, 72(2), 853-910. <https://doi.org/10.1111/jofi.12487>
- Madden, L., McMillan, A., & Harris, O. (2020). Drivers of selectivity in family firms : Understanding the impact of age and ownership on CSR. *Journal of Family Business Strategy*, 11(2). <https://doi.org/10.1016/j.ifbs.2019.100335>
- Madhani, P. M. (2017). Diverse roles of corporate board : Review of various corporate governance theories. *The IUP Journal of Corporate Governance*, 16(2), 7-28.
- Maignan, I., & Ralston, D. A. (2002). Corporate Social Responsibility in Europe and the U.S. : Insights from Businesses' Self-presentations. *Journal of International Business Studies*, 33(3), 497-514. <https://doi.org/10.1057/palgrave.jibs.8491028>
- Markowitz, H. (1952). Portfolio Selection. *The Journal of Finance*, 7(1), 77-91. <https://doi.org/10.2307/2975974>
- Mavruk, T., Overland, C., & Sjögren, S. (2019). Keeping it real or keeping it simple ? Ownership concentration measures compared. *European Financial Management*, 26(4), 958-1005. <https://doi.org/10.1111/eufm.12249>
- McLachlan, J., & Gardner, J. (2004). A Comparison of Socially Responsible and Conventional Investors. *Journal of Business Ethics*, 52(1), 11-25. <https://doi.org/10.1023/b:busi.0000033104.28219.92>
- Mill, G. A. (2006). The Financial Performance of a Socially Responsible Investment Over Time and a Possible Link with Corporate Social Responsibility. *Journal of Business Ethics*, 63(2), 131-148. <https://doi.org/10.1007/s10551-005-2410-7>
- Montassar, Z. (2014). *Econométrie des données de Panel*. Université de Gafsa.
- Morck, R., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1988). Management ownership and market valuation. *Journal of Financial Economics*, 20, 293-315. [https://doi.org/10.1016/0304-405x\(88\)90048-7](https://doi.org/10.1016/0304-405x(88)90048-7)
- MSCI. (s. d.). *GICS - Global Industry Classification Standard*. Consulté le 27 juillet 2022, à l'adresse <https://www.msci.com/our-solutions/indexes/gics>

- Murashima, M. (2020). Do investors' reactions to CSR-related news communication differ by shareholder ? An empirical analysis from Japan. *Corporate Governance : The International Journal of Business in Society*, 20(5), 781-796. <https://doi.org/10.1108/cg-11-2019-0346>
- OECD. (2010). *Taxation, Innovation and the Environment*. Paris : OECD.
- The OECD Long-term Investment Project - OECD. (s. d.). OECD. Consulté le 11 juillet 2022, à l'adresse <https://www.oecd.org/finance/private-pensions/institutionalinvestorsandlong-terminvestment.htm>
- Ogden, J. P., Jen, F. C., & O'Connor, P. F. (2003). *Advanced Corporate Finance : Policies and Strategies*. Pearson College Division.
- Oh, W. Y., Cha, J., & Chang, Y. K. (2015). Does Ownership Structure Matter ? The Effects of Insider and Institutional Ownership on Corporate Social Responsibility. *Journal of Business Ethics*, 146(1), 111-124. <https://doi.org/10.1007/s10551-015-2914-8>
- Oh, W. Y., Chang, Y. K., & Martynov, A. (2011). The Effect of Ownership Structure on Corporate Social Responsibility : Empirical Evidence from Korea. *Journal of Business Ethics*, 104(2), 283-297. <https://doi.org/10.1007/s10551-011-0912-z>
- Orlitzky, M., & Benjamin, J. D. (2001). Corporate Social Performance and Firm Risk : A Meta-Analytic Review. *Business & Society*, 40(4), 369-396. <https://doi.org/10.1177/000765030104000402>
- Ortas, E., Gallego-Álvarez, I., & Álvarez, I. (2018). National institutions, stakeholder engagement, and firms' environmental, social, and governance performance. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 26(3), 598-611. <https://doi.org/10.1002/csr.1706>
- Park, H. M. (2011). *Practical Guides To Panel Data Modeling : A Step-by-step Analysis Using Stata*. Tutorial Working Paper. Graduate School of International Relations, International University of Japan.
- Porter, M. E., & Kramer, M. R. (2018). Creating Shared Value. *Managing Sustainable Business*, 323-346. https://doi.org/10.1007/978-94-024-1144-7_16

- Rahman, S. (2011). Evaluation of Definitions : Ten Dimensions of Corporate Social Responsibility. *World Review of Business Research*, 1(1), 166-176.
- Rees, W., & Rodionova, T. (2013). What type of controlling investors impact on which elements of corporate social responsibility ? *Journal of Sustainable Finance & Investment*, 3(3), 238-263. <https://doi.org/10.1080/20430795.2013.791143>
- Rees, W., & Rodionova, T. (2014). The Influence of Family Ownership on Corporate Social Responsibility : An International Analysis of Publicly Listed Companies. *Corporate Governance : An International Review*, 23(3), 184-202. <https://doi.org/10.1111/corg.12086>
- Refinitiv. (s. d.). *TRBC Sector Classification*. Consulté le 27 juillet 2022, à l'adresse <https://www.refinitiv.com/en/financial-data/indices/trbc-business-classification>
- Refinitiv. (2022, mai). *Environmental, Social and Governance Scores From REFINITIV*. https://www.refinitiv.com/content/dam/marketing/en_us/documents/methodology/refinitiv-esg-scores-methodology.pdf
- Roselle, P., & Stanley, M. (2016). The Evolution of Integrating ESG Analysis into Wealth Management Decisions. *Journal of Applied Corporate Finance*, 28(2), 75-80.
- Schmidheiny, K. (2013). *Panel Data : Fixed and Random Effects*. Universität Basel.
- Sharma, P. (2004). An Overview of the Field of Family Business Studies : Current Status and Directions for the Future. *Family Business Review*, 17(1), 1-36. <https://doi.org/10.1111/j.1741-6248.2004.00001.x>
- Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1997). A Survey of Corporate Governance. *The Journal of Finance*, 52(2), 737-783. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1997.tb04820.x>
- Sialm, C., & Starks, L. (2012). Mutual Fund Tax Clienteles. *The Journal of Finance*, 67(4), 1397-1422. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2012.01751.x>
- Silva, F., & Majluf, N. (2008). Does family ownership shape performance outcomes ? *Journal of Business Research*, 61(6), 609-614. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2007.06.035>

- Sojli, E., Tham, W. W., & Wang, W. (2018). *Market-wide Events and Time Fixed Effects*. SSR Electronic Journal.
- Sparkes, R., & Cowton, C. J. (2004). The Maturing of Socially Responsible Investment : A Review of the Developing Link with Corporate Social Responsibility. *Journal of Business Ethics*, 52(1), 45-57.
<https://doi.org/10.1023/b:busi.0000033106.43260.99>
- Spitzer, S. W., & Mandyck, J. (2019, 30 mai). *What Boards Need to Know About Sustainability Ratings*. Harvard Business Review. Consulté le 13 juin 2022, à l'adresse
<https://hbr.org/2019/05/what-boards-need-to-know-about-sustainability-ratings>
- Talan, G., & Sharma, G. D. (2019). Doing Well by Doing Good : A Systematic Review and Research Agenda for Sustainable Investment. *Sustainability*, 11, 353-369.
<https://doi.org/10.3390/su11020353>
- Tejedo-Romero, F., & de Araujo, J. F. F. E. (2015). Determinants of Local Governments' Transparency in Times of Crisis : Evidence From Municipality-Level Panel Data. *Administration & ; Society*, 50(4), 527-554. <https://doi.org/10.1177/0095399715607288>
- Thomsen, S., & Pedersen, T. (2000). Ownership structure and economic performance in the largest european companies. *Strategic Management Journal*, 21(6), 689-705.
- United Nations, The Global Compact (2004). Who Cares Wins: Connecting the Financial Markets to a Changing World? United Nations. Consulté le 30 avril 2022, à l'adresse
[https://www.unglobalcompact.org/docs/issues_doc/Financial markets/who cares who wins.pdf](https://www.unglobalcompact.org/docs/issues_doc/Financial%20markets/who_cares_who_wins.pdf)
- Villalonga, B. (2018). The impact of ownership on building sustainable and responsible businesses. *Journal of the British Academy*, 6(s1), 375-403. <https://doi.org/10.5871/jba/006s1.375>
- Waddock, S. A., & Graves, S. B. (1997). The Corporate Social Performance-Financial Performance Link. *Strategic Management Journal*, 18(4), 303-319.
- Weinstein, O. (2012). Les théories de la firme. *Idées économiques et sociales*, N° 170(4), 6-15.
<https://doi.org/10.3917/idee.170.0006>
- Wooldridge, J. M. (2006). *Introductory econometrics : A modern approach* (3rd éd.). New York : Thomson, 53.

Younas, Z. I., Klein, C., & Zwergel, B. (2017). The effects of ownership concentration on sustainability :
A case of listed firms from USA, UK and German. *Corporate Ownership and Control*, 14(3),
113-121. <https://doi.org/10.22495/cocv14i3art11>

10. Annexes

Annexe 1 : Aperçu des actifs mondiaux socialement responsable de 2016 – 2018 – 2020 en milliards de dollars

REGION	2016	2018	2020
Europe*	12,040	14,075	12,017
United States	8,723	11,995	17,081
Canada	1,086	1,699	2,423
Australasia*	516	734	906
Japan	474	2,180	2,874
Total (USD billions)	22,839	30,683	35,301

Source : *Global Sustainable Investment Review 2020*. (2020). Global Sustainable Investment Alliance.

Annexe 2 : La répartition des ISR par type d'investisseur de 2013 à 2017



Source : Eurosif. (2018). *European SRI Study 2018*. Brussels, Belgium : Eurosif.

Annexe 3 : Répartition de l'échantillon par pays

Pays	Nombre d'entreprises	%	Nombre d'observations	%
Angleterre	132	22,96%	1175	24,34%
Italie	28	4,87%	201	4,16%
Suède	60	10,43%	427	8,85%
Pays-Bas	30	5,22%	213	4,41%
Suisse	54	9,39%	477	9,88%
Espagne	24	4,17%	219	4,54%
France	72	12,52%	655	13,57%
Belgique	16	2,78%	146	3,02%
Norvège	16	2,78%	126	2,61%
Allemagne	63	10,96%	524	10,86%
Danemark	23	4%	180	3,73%
Luxembourg	6	1,04%	47	0,97%
Autriche	9	1,57%	77	1,60%
Irlande	9	1,57%	87	1,80%
Pologne	8	1,39%	63	1,31%
Portugal	3	0,52%	30	0,62%
Finlande	18	3,13%	155	3,21%
Ile de Man	1	0,17%	6	0,12%
Malte	1	0,17%	6	0,12%
Bermudes	1	0,17%	10	0,21%
Iles Féroé	1	0,17%	3	0,06%
Total	575	100%	4827	100%

Source : Nos propres calculs sur notre échantillon

Annexe 4 : Répartition de l'échantillon par industrie

Industrie	Nombre d'entreprises	%	Nombre d'observations	%
Energie	12	2,09%	114	2,36%
Matériaux	48	8,35%	466	9,65%
Industrie	118	20,52%	1020	21,13%
Consommation discrétionnaire	62	10,78%	514	10,65%
Consommation de base	45	7,83%	391	8,10%
Santé	53	9,22%	396	8,20%
Finance	98	17,04%	820	16,99%
Technologies de l'information	36	6,26%	244	5,05%
Télécommunications	37	6,43%	307	6,36%
Utilitaires	31	5,39%	291	6,03%
Immobilier	35	6,09%	264	5,47%
Total	575	100%	4827	100%

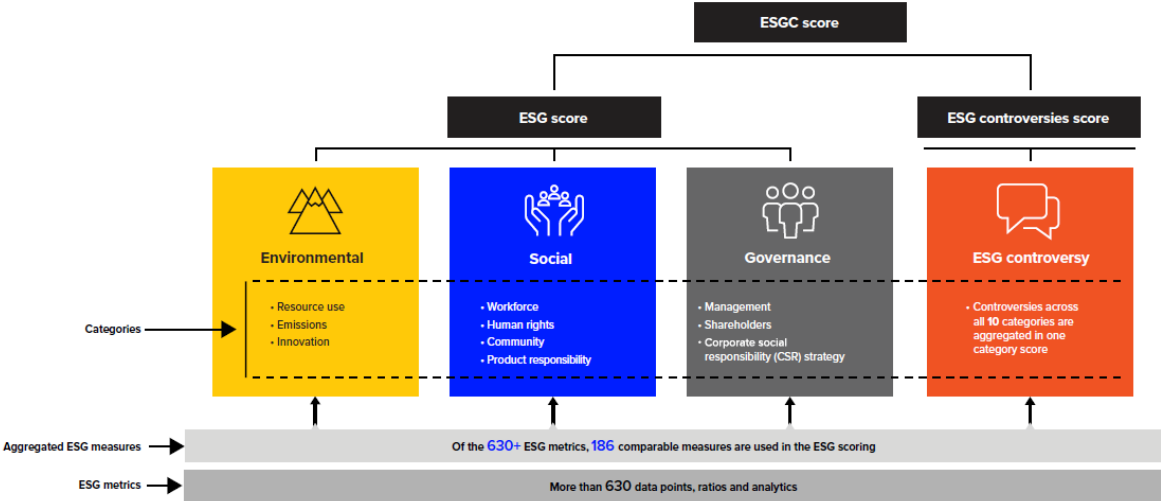
Source : Nos propres calculs sur notre échantillon

Annexe 5 : Répartition de l'échantillon par année

Année	Nombre d'observations	%
2011	419	8,68%
2012	427	8,85%
2013	426	8,83%
2014	441	9,14%
2015	461	9,55%
2016	477	9,88%
2017	513	10,63%
2018	545	11,25%
2019	557	11,54%
2020	563	11,66%
Total	4827	100%

Source : Nos propres calculs sur notre échantillon

Annexe 6 : Score ESG – Refinitiv



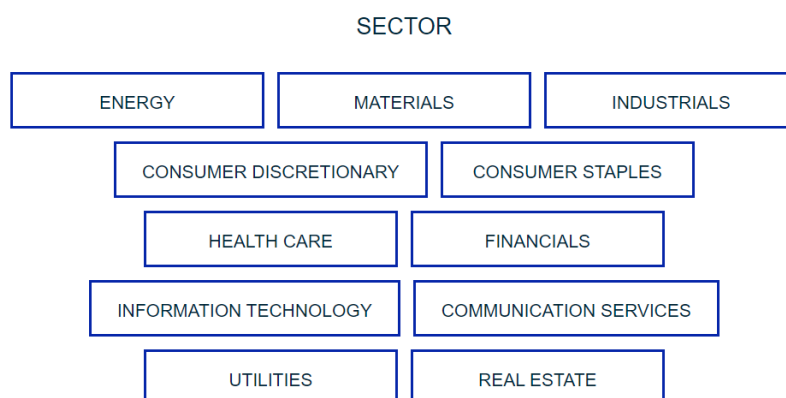
Source: Environmental, Social and Governance Scores From REFINITIV. Refinitiv. (2022, mai).

Annexe 7: Groupement des actionnaires

Government	Government Agency Sovereign Wealth Fund
Institutional Investors	Bank and Trust Hedge Fund Insurance Company Investment Advisor Pension Fund Private Equity Venture Capital
Individual Investors	Individual Investor Foundation
Insider Investors	Insider Investor
Corporate Investor	Corporation Holding Company Research Firm

Source : Notre propre groupement sur base des catégories de Refinitiv

Annexe 8 : The Global Industry Classification Standard (GICS)



Source : GICS - Global Industry Classification Standard. MSCI. (s. d.).

Annexe 9 : Test de stationnarité de la variable P1

```
> library(urca)
> y_none=ur.df(P1,type="none",selectlags="AIC")
> summary(y_none)

#####
# Augmented Dickey-Fuller Test Unit Root Test #
#####

Test regression none

Call:
lm(formula = z.diff ~ z.lag.1 - 1 + z.diff.lag)

Residuals:
    Min       1Q   Median       3Q      Max
-75.779   0.193   0.897   2.317  87.398

Coefficients:
            Estimate Std. Error t value Pr(>|t|)
z.lag.1    -0.067615   0.005309  -12.736 <2e-16 ***
z.diff.lag -0.005299   0.014399   -0.368   0.713
---
Signif. codes:  0 '***' 0.001 '**' 0.01 '*' 0.05 '.' 0.1 ' ' 1

Residual standard error: 9.469 on 4823 degrees of freedom
Multiple R-squared:  0.03402, Adjusted R-squared:  0.03362
F-statistic: 84.92 on 2 and 4823 DF, p-value: < 2.2e-16

value of test-statistic is: -12.7364

Critical values for test statistics:
      1pct  5pct 10pct
tau1 -2.58 -1.95 -1.62

> |
```

Source : R studio

Annexe 10 : Test de stationnarité de la variable P5

```
> y_none=ur.df(P5,type="none",selectlags="AIC")
> summary(y_none)

#####
# Augmented Dickey-Fuller Test Unit Root Test #
#####

Test regression none

Call:
lm(formula = z.diff ~ z.lag.1 - 1 + z.diff.lag)

Residuals:
    Min       1Q   Median       3Q      Max
-68.830  -1.537   2.346   6.450  84.185

Coefficients:
            Estimate Std. Error t value Pr(>|t|)
z.lag.1    -0.065267   0.005924  -11.02 <2e-16 ***
z.diff.lag -0.298114   0.013744  -21.69 <2e-16 ***
---
Signif. codes:  0 '***' 0.001 '**' 0.01 '*' 0.05 '.' 0.1 ' ' 1

Residual standard error: 15.4 on 4823 degrees of freedom
Multiple R-squared:  0.1312, Adjusted R-squared:  0.1309
F-statistic: 364.3 on 2 and 4823 DF, p-value: < 2.2e-16

value of test-statistic is: -11.0166

Critical values for test statistics:
      1pct  5pct 10pct
tau1 -2.58 -1.95 -1.62

.
```

Source : R studio

Annexe 11 : Test de stationnarité de la variable P1/P2

```
> y_none=ur.df(`P1/P2`,type="none",selectlags="AIC")
> summary(y_none)
Error in summary(y_none) : could not find function "summary"
> summary(y_none)

#####
# Augmented Dickey-Fuller Test Unit Root Test #
#####

Test regression none

Call:
lm(formula = z.diff ~ z.lag.1 - 1 + z.diff.lag)

Residuals:
    Min       1Q   Median       3Q      Max
-380.07   0.31    0.56    1.35   836.22

Coefficients:
            Estimate Std. Error t value Pr(>|t|)
z.lag.1    -0.30925    0.01089  -28.396 < 2e-16 ***
z.diff.lag  0.07511    0.01436   5.231 1.76e-07 ***
---
Signif. codes:  0 '***' 0.001 '**' 0.01 '*' 0.05 '.' 0.1 ' ' 1

Residual standard error: 18.48 on 4823 degrees of freedom
Multiple R-squared:  0.1487,    Adjusted R-squared:  0.1483
F-statistic: 421.1 on 2 and 4823 DF,  p-value: < 2.2e-16

value of test-statistic is: -28.3959

Critical values for test statistics:
    1pct  5pct 10pct
tau1 -2.58 -1.95 -1.62

> |
```

Source : R studio

Annexe 12 : Test de stationnarité de la variable P1/P2-P4

```
> y_none=ur.df(`P1/P2-4`,type="none",selectlags="AIC")
> summary(y_none)

#####
# Augmented Dickey-Fuller Test Unit Root Test #
#####

Test regression none

Call:
lm(formula = z.diff ~ z.lag.1 - 1 + z.diff.lag)

Residuals:
    Min       1Q   Median       3Q      Max
-153.18   0.14    0.27    0.64   367.94

Coefficients:
            Estimate Std. Error t value Pr(>|t|)
z.lag.1    -0.32190    0.01049  -30.68 <2e-16 ***
z.diff.lag  0.17555    0.01418  12.38 <2e-16 ***
---
Signif. codes:  0 '***' 0.001 '**' 0.01 '*' 0.05 '.' 0.1 ' ' 1

Residual standard error: 8.608 on 4823 degrees of freedom
Multiple R-squared:  0.1635,    Adjusted R-squared:  0.1632
F-statistic: 471.4 on 2 and 4823 DF,  p-value: < 2.2e-16

value of test-statistic is: -30.6845

Critical values for test statistics:
    1pct  5pct 10pct
tau1 -2.58 -1.95 -1.62

> |
```

Source : R studio

Annexe 13 : F-test de l'ajout des variables d'identité des actionnaires dans les quatre modèles de regression de concentration de l'actionnariat

P1 :

Hypothèse nulle : les paramètres de la régression sont nuls pour les variables
DP1Identity_1_3, DP1Identity_3_3, DP1Identity_4_3, DP1Identity_5_3
Statistique de test: F robuste(4, 514) = 0,83694, p. critique 0,502087
L'ajout de variables améliore 0 des 3 critères d'information.

P5 :

Hypothèse nulle : les paramètres de la régression sont nuls pour les variables
DP1Identity_3_3, DP1Identity_4_3, DP1Identity_5_3, DP1Identity_1_3
Statistique de test: F robuste(4, 514) = 0,997978, p. critique 0,408147
L'ajout de variables améliore 0 des 3 critères d'information.

P1/P2 :

Hypothèse nulle : les paramètres de la régression sont nuls pour les variables
DP1Identity_3_3, DP1Identity_4_3, DP1Identity_5_3, DP1Identity_1_3
Statistique de test: F robuste(4, 514) = 1,08753, p. critique 0,361916
L'ajout de variables améliore 0 des 3 critères d'information.

P1/P2-P4 :

Hypothèse nulle : les paramètres de la régression sont nuls pour les variables
DP1Identity_3_3, DP1Identity_4_3, DP1Identity_5_3, DP1Identity_1_3
Statistique de test: F robuste(4, 514) = 1,08697, p. critique 0,362191
L'ajout de variables améliore 0 des 3 critères d'information.

Source : Gretl

Annexe 14 : F-test de l'ajout des termes d'interaction dans les quatre modèles de régression de concentration de l'actionnariat et d'identité des actionnaires retardés de 3 ans

P1 :

Hypothèse nulle : les paramètres de la régression sont nuls pour les variables
P1_I2_3, P1_I3_3, P1_I4_3, P1_I1_3
Statistique de test: F robuste(4, 514) = 1,32695, p. critique 0,258735
L'ajout de variables améliore 0 des 3 critères d'information.

P5 :

Hypothèse nulle : les paramètres de la régression sont nuls pour les variables
P5_I1_3, P5_I2_3, P5_I3_3, P5_I4_3
Statistique de test: F robuste(4, 514) = 1,78401, p. critique 0,130661
L'ajout de variables améliore 1 des 3 critères d'information.

P1/P2 :

Hypothèse nulle : les paramètres de la régression sont nuls pour les variables
P1P2_I1_3, P1P2_I3_3, P1P2_I4_3, P1P2_I2_3
Statistique de test: F robuste(4, 514) = 1,19737, p. critique 0,310999
L'ajout de variables améliore 0 des 3 critères d'information.

P1/P2-P4 :

Hypothèse nulle : les paramètres de la régression sont nuls pour les variables
P1P24_I3_3, P1P24_I4_3, P1P24_I1_3, P1P24_I2_3
Statistique de test: F robuste(4, 514) = 1,16608, p. critique 0,324867
L'ajout de variables améliore 0 des 3 critères d'information.

Source : Gretl

Annexe 15 : F-test de l'ajout des termes d'interaction dans les quatre modèles de regression de concentration de l'actionnariat et d'identité des actionnaires retardés d'1 an

P1 :

Hypothèse nulle : les paramètres de la régression sont nuls pour les variables
P1_I2_1, P1_I3_1, P1_I4_1, P1_I1_1
Statistique de test: F robuste(4, 563) = 3,36221, p. critique 0,00983802
L'ajout de variables améliore 2 des 3 critères d'information.

P5 :

Hypothèse nulle : les paramètres de la régression sont nuls pour les variables
P5_I1_1, P5_I2_1, P5_I4_1, P5_I3_1
Statistique de test: F robuste(4, 563) = 2,15479, p. critique 0,0728223
L'ajout de variables améliore 1 des 3 critères d'information.

P1/P2 :

Hypothèse nulle : les paramètres de la régression sont nuls pour les variables
P1P2_I1_1, P1P2_I3_1, P1P2_I4_1, P1P2_I2_1
Statistique de test: F robuste(4, 563) = 17,7433, p. critique 9,93554e-014
L'ajout de variables améliore 1 des 3 critères d'information.

P1/P2-P4 :

Hypothèse nulle : les paramètres de la régression sont nuls pour les variables
P1P24_I1_1, P1P24_I2_1, P1P24_I3_1, P1P24_I4_1
Statistique de test: F robuste(4, 563) = 14,086, p. critique 5,81121e-011
L'ajout de variables améliore 1 des 3 critères d'information.

Source : Gretl

Annexe 16 : Moyenne de la mesure de concentration P1 et du score ESG par pays

Pays	P1	Score ESG
Autriche	25,42%	57,20
Belgique	30,65%	50,03
Bermudes	12,06%	49,42
Danemark	20,2%	58,77
Iles Féroé	8,94%	55,76
Finlande	14,56%	61,88
France	25,86%	62,73
Allemagne	19,61%	59,06
Irlande	13,12%	49,24
Ile de Man	10,71%	45,8
Italie	26,75%	63,06
Luxembourg	36,36%	58,09
Malte	8,50%	43,35
Pays-Bas	19,11%	59,70
Norvège	36,74%	60,32
Pologne	31,69%	48,69
Portugal	39,85%	69,65
Espagne	26,41%	69,71
Suède	15,9%	59,24
Suisse	16,3%	54,64
Angleterre	11,87%	55,66

Source : Nos propres calculs sur base de notre échantillon

Executive summary

Our consumption behaviors have been destroying the planet for years. In the current climate emergency, solutions must be quickly put in place.

Corporate Social Responsibility (CSR), measured through the ESG score, appears as a way out in the financial sector. The growing interest in the subject of CSR raises questions about the factors that can influence investment in it and consequently the ESG score. Ownership seems to be a possible factor influencing decisions within companies. Could shareholder structure influence the social engagement of firms? The purpose of this study is to reveal a potential impact of ownership structure on ESG scores using a sample of 575 European companies between 2011 and 2020.

Our results suggest that the power held by the largest shareholder, measured by the percentage of capital owned, does indeed have an impact on the ESG score. This shareholder has in fact the most power in the decisions that will be taken. Its investment desires therefore have an impact on the company's policy.

However, the effect of ownership concentration on CSR should not be analyzed individually. We discovered that the influence of the major shareholder on these investments depended not only on his identity but also on the country studied. We therefore believe that a general effect cannot be put forward when studying the relationship between ownership concentration and ESG score. The context of this concentration is important and must be considered to draw any conclusions.

Diverging outcomes are mainly due to the characteristics and motivations of investors, which also vary from one country to another. By dividing shareholders into five groups (family, institutional investor, government, corporate and individual), we can presume their incentives towards CSR. Our results show that when the State is the largest owner, it has a positive effect on the ESG score, whereas companies and individuals have a negative impact if they are the largest owners. Family and institutional investors have not provided clear results regarding their presence as major shareholder. We believe that for the first, this is due to contradictory motivations concerning CSR. For the latter, we believe that a distinction must be made between short-term and long-term investment horizons.

We were not able to measure whether country played a significant role in ESG score variations, due to the limitations of our methodology. However, we did find out that ownership concentration had a different impact across countries. This change of impact concerning the ownership structure was still poorly covered in the previous papers and we believe that it could bring an interesting contribution to the literature.

This study provides economic and political agents with a new and updated vision in understanding the involvement of companies in CSR, by showing the relevance of considering the heterogeneity of shareholders when considering the topic.