

Louvain School of Management

L'effet des critères ESG sur les performances financières des entreprises du BEL 20

Auteur : Tom CHERRY
Promotrice : Karine CERRADA C.
Année académique 2020-2021
Travail de fin d'études (TFE) en vue d'obtenir le titre de
Master (60) en Sciences de Gestion
Horaire de jour

Résumé

Les critères ESG et notamment les investissements ESG sont des sujets avec une popularité croissante ces dernières années en Europe et notamment en Belgique. Ce travail a donc pour but d'explorer l'effet des critères ESG sur les performances financières des entreprises présentes dans le BEL 20. Pour ce faire, nous nous sommes basés sur les données historiques des scores ESG attribués par Bloomberg ainsi que des ROA et ROE et avons déterminé un modèle de régression linéaire. Comme résultats, nous avons pu observer que les critères ESG environnementaux, sociaux et de gouvernance n'auraient pas d'effets négatifs sur les ROA et ROE des entreprises du BEL 20 à court terme.

Table des matières

INTRODUCTION	3
REVUE DE LITTÉRATURE	6
METHODOLOGIE.....	9
ANALYSE EMPIRIQUE.....	12
Statistiques descriptives :.....	12
Résultats du modèle	15
Performances financières et le score ESG global	15
Performances financières et le score ESG environnemental	17
Performances financières et le score ESG social	20
Performances financières et le score ESG de gouvernance	22
DISCUSSION	24
L'environnement.....	24
Le social	25
La gouvernance.....	25
La Belgique et la RSE :	26
CONCLUSION.....	27
BIBLIOGRAPHIE	28

Liste des graphiques et tableaux

Graphique 1. Prédiction des actifs ESG.....	4
Graphique 2. Nuage de points, ROA_{123} ROE_{123} par rapport à ESG_0	15
Graphique 3. Nuage de points, ROA_{123} ROE_{123} par rapport à ESG_{envi0}	17
Graphique 4. Nuage de points, ROA_{123} ROE_{123} par rapport à ESG_{soc0}	20
Graphique 5. Nuage de points, ROA_{123} ROE_{123} par rapport à ESG_{gov0}	22
Graphique 6. Scores ESG actuels par entreprise	25
Tableau 1. Statistiques descriptives générales	12
Tableau 2. Percentiles de l'effet de levier	13
Tableau 3. Matrice de corrélations entre scores ESG	14
Tableau 4. Matrice de corrélations entre ROA et ROE.....	14
Tableau 5. Matrice de corrélations de pairs, ROA_{123} et ESG_0	15
Tableau 6. Régression, ROA_{123} et ESG_0	15
Tableau 7. Matrice de corrélations de pairs, ROE_{123} et ESG_0	16
Tableau 8. Régression, ROE_{123} et ESG_0	16
Tableau 9. Matrice de corrélations de pairs, ROA_{123} et ESG_{envi0}	17
Tableau 10. Régression, ROA_{123} et ESG_{envi0}	18
Tableau 11. Matrice de corrélations de pairs, ROE_{123} et ESG_{envi0}	18
Tableau 12. Régression, ROE_{123} et ESG_{envi0}	19
Tableau 13. Matrice de corrélations de pairs, ROA_{123} et ESG_{soc0}	20
Tableau 14. Régression, ROA_{123} et ESG_{soc0}	20
Tableau 15. Matrice de corrélations de pairs, ROE_{123} et ESG_{soc0}	21
Tableau 16. Régression, ROE_{123} et ESG_{soc0}	21
Tableau 17. Matrice de corrélations de pairs, ROA_{123} et ESG_{gov0}	22
Tableau 18. Régression, ROA_{123} et ESG_{gov0}	22
Tableau 19. Matrice de corrélations de pairs, ROE_{123} et ESG_{gov0}	23
Tableau 20. Régression, ROE_{123} et ESG_{gov0}	23

INTRODUCTION

Alors que Milton Friedman, Nobel du prix d'Economie en 1976, affirmait en 1970 dans : « *A Friedman doctrine -- The Social Responsibility Of Business Is to Increase Its Profits, Milton Friedman* » que le but premier des entreprises devait être de maximiser le profit pour satisfaire les actionnaires et que donc l'entreprise n'a aucune responsabilité envers la société mais uniquement envers ses actionnaires, depuis quelques décennies cette vision peut être remise en question. Avec la popularisation de la Responsabilité Sociétale (ou Sociale) des Entreprises (RSE), les entreprises se voient attribuer d'autres objectifs, qui cette fois-ci, ne sont plus uniquement financiers, se basant alors sur les théories de partie prenantes de R. Freeman.¹

De plus en plus présent dans les médias et la vie de tous les jours, le concept de RSE occupe une place grandissante dans le monde de l'entreprise et de l'entrepreneuriat, et est donc sujet à de nombreux débats, certains pensent que c'est une bonne chose pour notre société, d'autres ont une vision de l'entreprise plus proche de celle de Friedman et affirment donc que l'entreprise se trompe d'objectif. Mais cela a aussi eu pour effet de produire une multitude de recherches sur ce domaine.

Elle est définie par la Commission Européenne comme : « *un concept qui désigne l'intégration volontaire, par les entreprises, de préoccupations sociales et environnementales à leurs activités commerciales et leurs relations avec leurs parties prenantes* »². Et l'ISO 26000³, qui représente la norme standard internationale en matière de RSE, la définit comme : « *La responsabilité d'une organisation vis-à-vis des impacts de ses décisions et activités sur la société et sur l'environnement, se traduisant par un comportement éthique et transparent qui – contribue au développement durable, y compris à la santé et au bien-être de la société ; – prend en compte les attentes des parties prenantes ; – respecte les lois en vigueur et qui est en accord avec les normes internationales de comportement ; et qui est intégré dans l'ensemble de l'organisation et mis en œuvre dans ses relations* ».

¹ Freeman R. (1984). *Strategic Management: A Stakeholder Approach*. New York: Cambridge University Press.

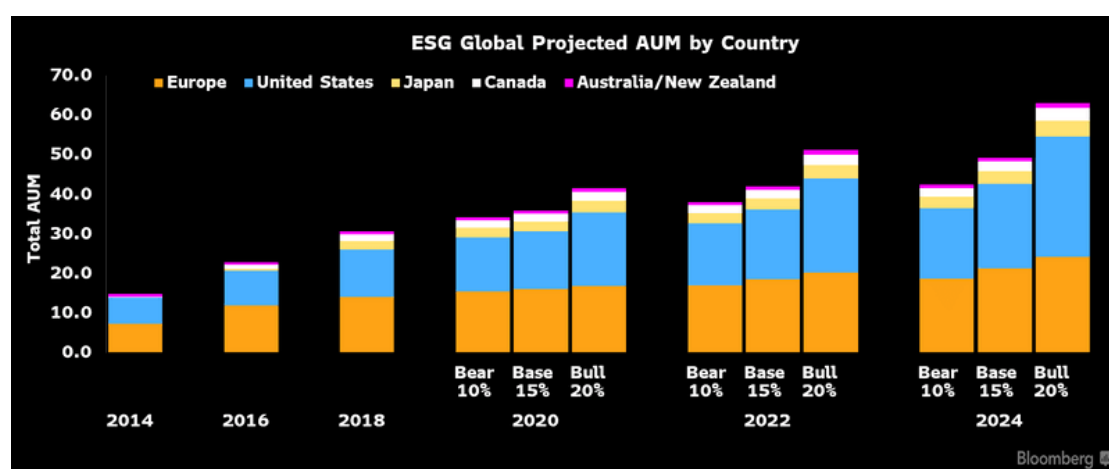
² Commission Européenne (2011). COMMUNICATION DE LA COMMISSION AU PARLEMENT EUROPÉEN, AU CONSEIL, AU COMITÉ ÉCONOMIQUE ET SOCIAL EUROPÉEN ET AU COMITÉ DES RÉGIONS. En ligne <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/FR/TXT/?uri=celex:52011DC0681>

³ ISO 26000 (2010). *Lignes directrices relatives à la responsabilité sociétale*. En ligne <https://www.iso.org/fr/standard/42546.html>

Mais cela ne concerne pas uniquement les entreprises et/ou organisations elles-mêmes, les consommateurs eux aussi ont tendance à vouloir consommer de manière plus responsable, que ce soit pour des raisons environnementales ou sociales. Ce qui a pour effet, d'attirer le regard des investisseurs qui sont maintenant à la recherche d'entreprises dans lesquelles investir. Qu'ils soient des particuliers ou institutionnels, ils vont dorénavant non seulement sélectionner une entreprise en utilisant des critères purement financiers mais aussi d'autres critères pouvant indiquer le niveau d'implication de l'entreprise en matière de développement durable et de long terme. Ces critères sont appelés ESG, pour critères Environnementaux, Sociaux et de Gouvernance.

Ces critères ESG deviennent de plus en plus importants aux yeux des investisseurs qui ont maintenant développé des stratégies d'investissement ESG. Les entreprises l'ont bien compris et se sont mises à publier régulièrement des rapports RSE, des rapports non-financiers, afin de faire connaître leurs ambitions et résultats en la matière. La création de certifications comme, par exemple, le certificat B-Corp montre aussi que ses entreprises cherchent à se démarquer de la concurrence et attirer des investissements. D'après le groupe financier Bloomberg⁴, l'entière des actifs ESG, c'est à dire des actifs d'entreprise reconnus comme ayant des objectifs de développement durable et en stratégie de long terme en matière de critères ESG, dépasserait les 37 mille milliards de dollars fin 2021 et pourrait atteindre 53 mille milliards de dollars d'ici 2025, ce qui représenterait plus d'un tiers des actifs totaux sous gestion. Un gain de popularité chez les investisseurs qui aurait probablement été renforcé par la crise sanitaire du coronavirus de 2020.

Graphique 1. Prédiction des actifs ESG



Bloomberg Intelligence (2021)

⁴ Bloomberg Intelligence (2021). *ESG assets may hit \$53 trillion by 2025, a third of global AUM*. En ligne <https://www.bloomberg.com/professional/blog/esg-assets-may-hit-53-trillion-by-2025-a-third-of-global-aum/>

On vient de voir la popularité grandissante de la RSE dans le monde mais qu'en est-il au niveau de la Belgique. En 2018 par l'institut de recherche RESPECO⁵, qui est un institut de recherche qui a pour but de promouvoir une économie plus responsable, a publié un classement des pays les plus propices à l'exercice de la Responsabilité Sociétale des Entreprises (RSE). Les pays sont classés selon un indice composite construit à partir d'indices en rapport avec l'environnement, toutes sortes d'inégalités et les discriminations, le droit du travail et les législations sociales, la corruption et la liberté de la presse. La Belgique se classe 13^{ème} dans le monde, dans un classement dominé par les nations Européennes et surtout les pays scandinaves.

Ce développement de la RSE est notamment encouragé depuis plusieurs années avec le plan d'action fédérale RSE 2006 qui a été mis à jour en 2010. Mais aussi avec le Plan d'action national « Entreprises et Droits de l'Homme » publié en 2017 qui a pour but de stimuler la RSE ainsi que les investissements responsables en Belgique⁶.

Ce gain de popularité chez les investisseurs a aussi pour effets de relever quelques questions. Ces investissements dans des entreprises respectant ces critères environnement ou éthique, sont-ils fait par unique but idéologique, ou bien les investisseurs tirent-ils réellement des bénéfices en choisissant ce type d'entreprise ? Alors que certains avancent qu'il s'agit simplement du passage d'une vision à court terme de l'entreprise, c'est-à-dire des bénéfices immédiats, à une vision de long terme qui rapportera effectivement des bénéfices mais pas immédiatement. D'autre avancent que les bénéfices financiers de la RSE des entreprises entrent en action immédiatement après l'implantation de ces politiques. Et enfin d'autres encore remettent en question le lien entre politique RSE et bénéfices à long terme, voir le fait que cela apporte du bénéfice tout court.

⁵ RESPECTO (2018), *Le 1er classement mondial des pays en fonction de leur ouverture à la Responsabilité Sociétale des Entreprises (RSE)*. En ligne https://www.responsible-economy.org/images/Cote_RESPECO_-_communiqu%C3%A9_de_presse_2018_V2.pdf

⁶ SPF économie (2019). *La responsabilité sociétale de l'entreprise*. En ligne <https://economie.fgov.be/fr/themes/entreprises/developper-et-gerer-une/la-responsabilite-societale-de>

REVUE DE LITTÉRATURE

De nombreuses études ont été menées sur le sujet. Et ce, depuis les années 70. Gunnar Friede, Timo Busch & Alexander Bassen ont écrit en 2015⁷ à ce sujet et ont répertoriés plus de 2200 études avec comme sujet les liens entre les ESG et les performances financières. De nos jours de multitudes d'études sont encore menées avec des conclusions variées.

Par exemple dans : “ ESG and financial performance: aggregated evidence from more than 2000 empirical studies”(2010), Stuart L. Gillan, Jay C. Hartzell, Andrew Koch, et Laura T. Starks trouvent qu'il y a une relation positive entre les performances opérationnelles de l'entreprise et son score en matière de gouvernance ainsi que son score en matière environnementale. Les entreprises avec une politique environnementale et de gouvernance plus forte ont donc de meilleures performances financières. Ainsi qu'une relation positive entre le score ESG d'une entreprise sa valeur boursière à travers le Q de Tobin.

Dans “ Sustainability and firm valuation : an international investigation” (2015) Minna Yu and Ronald Zhao ont trouvé une relation positive entre la valeur de l'entreprise et sa performance au niveau du développement durable. Dans “Does ESG performance have an impact on financial performance? Evidence from Germany” (2017), Patrick Velte trouve pour les entreprises allemandes que les ESG ont un impact positif sur certains indicateurs de performances comme le Return On Assets (ROA) mais pas sur d'autres ainsi que les indices de performance en rapport avec l'aspect de gouvernance des ESG ont un plus grand impact positif que ceux sur la partie environnementales ou que la partie sociale.

Au contraire, dans: “Does It Pay to Be Different? An Analysis of the Relationship Between Corporate Social and Financial Performance”(2008) Stephen Brammer et Andrew Millington ne trouvent aucun lien linéaire entre la performance sociale des entreprises et leur performances financières

⁷ Friede, Gunnar & Busch, Timo & Bassen, Alexander (2015). ESG and financial performance: Aggregated evidence from more than 2000 empirical studies. *Journal of Sustainable Finance & Investment*, 5, 210-233. doi: 10.1080/20430795.2015.1118917

Stephen Brammer trouvera d'ailleurs en 2006 dans : « Corporate Social Performance and Stock Returns: UK Evidence from Disaggregate Measures » que la relation entre la RSE et les performances financières serait négative pour leur échantillon d'entreprises au Royaume-Uni. Avec comme résultat frappant que les entreprises avec les meilleurs scores en matière de RSE performant moins bien que le marché alors que celle avec les scores les plus bas de RSE score mieux que le marché. Dans : « The Relationship between the Environmental and Financial Performance of Public Utilities, 2004 », Greg Filbeck et Raymond Gorman trouvent aussi une relation négative. Cette fois-ci entre les performances environnementales et les performances financières.

Les articles cités plus haut sont évidemment une liste non-exhaustive, il faut tout de même savoir que la grande majorité des études menées sur le sujet tendent à tirer comme conclusion que la relation entre le RSE et la performance financière serait non-négative. Cependant, la disparité des résultats trouve son origine dans plusieurs possibles explications :

Les données récoltées dans chaque article proviennent de périodes temporelles différentes. Est-ce qu'il est logique de comparer les politiques menées en termes de RSE dans les années 1980 ou même début des années 2000 avec celle menées actuellement ou même durant les années 2010 ?

Les données récoltées dans les différents articles proviennent souvent de différentes zones géographiques, même si certains essaient d'avoir une vision d'ensemble, une grosse partie n'analyse que des entreprises de pays donnés. La RSE peut être perçue de manière différente dans chaque région du monde. Les résultats obtenus dans des pays européens, qui comme nous l'avons vu précédemment, font partie du haut du panier mondial en termes de mise en place de politique RSE, peuvent-ils être généralisés aux autres pays du monde ?

Les indicateurs utilisés ne sont pas souvent identiques entre articles, pour ce qui est des ESG, plusieurs types d'indices sont à dispositions, des score généraux ESG calculé par des grands groupes comme Bloomberg en passant par des indicateurs très précis sur des aspects spécifiques des ESG comme, par exemple, le nombre de femmes présentes dans le conseil d'administration ou bien le nombre de déchets recyclés. De même, pour évaluer la performance financière d'une entreprise, il y a de nombreux indicateurs possibles, le ROE, le ROA, l'EBIT, le Q de Tobin, etc.... Pouvant tous être calculé de manière différente en fonction de la source des données.

Les liens parfois opposés entre ESG et performance financière sont caractérisés par l'opposition de deux positions idéologiques.

La première est la position néo-classique avec comme fer de lance Milton Friedman qui définit en 1970 la responsabilité de l'entreprise comme ceci : *“There is one and only one social responsibility of business — to use its resources and engage in activities designed to increase its profits so long as it stays within the rules of the game, which is to say, engages in open and free competition without deception or fraud.”*⁸. Toute activité ayant pour autre but que de maximiser le profit, engendrerait des coûts plus élevés pour l'entreprise et engendrerait des conflits d'intérêt avec les actionnaires et finirait par diminuer les performances en général.

A l'opposé se trouve la théorie des parties prenantes développée la première fois par R.E. Freeman⁹ dans : « *Strategic Management : a stakeholder approach* » en 1984 ainsi que le concept de « Shared Value » première fois présentée par Michael Porter and Mark R. Kramer dans « *Creating share value* » en 2011. Ceux-ci réinventent le but premier de l'entreprise comme étant, non-pas de maximiser l'utilité des actionnaires, mais de maximiser l'ensemble du bien-être de toutes les parties prenantes de l'entreprises. Les parties prenantes étant toutes affectées de près ou de loin par l'activité de l'entreprise, que ce soit les actionnaires, les clients, les salariés, les fournisseurs mais aussi l'environnement par exemple.

Dans ce travail, nous allons essayer d'explorer la question générale suivante : Les critères ESG influencent-ils les performances financières ? Et plus spécifiquement dans le cas des entreprises présentes dans l'indice boursier BEL 20 en juillet 2021.

Pour se faire, dans un premier temps nous allons mener une analyse empirique pour établir s'il y a bel et bien un lien. Ensuite, nous discuterons les résultats et les pistes théoriques possible d'explications.

⁸ Friedman M. (1970). A Friedman doctrine -- The Social Responsibility Of Business Is to Increase Its Profits. *The New York Times Magazine*, Sept. 13, 1970

⁹ Freeman (1984), *op. cit.*

METHODOLOGIE

Avant de continuer, définissons clairement de quoi nous parlons lorsque nous évoquons les critères ESG. Comme dis précédemment, ESG vient de critère Environnementaux, Sociaux et de Gouvernance, chacun de ses trois éléments représente un pilier¹⁰ des ESG et permet d'analyser l'impact sur le développement durable et éthique d'une entreprise.

- Le premier pilier, bien qu'il n'y ait pas d'ordre de préférence, est celui Environnemental. Il concerne l'impact écologique des choix et activités de l'entreprise sur l'environnement en général. Les critères pris en compte sont par exemple le changement climatique, l'empreinte carbone, la pollution de l'air, pollution de l'eau, pollution des sols, la gestion des déchets, le recyclage, l'utilisation de l'eau, la consommation d'énergies, etc....
- Le deuxième pilier est le piller Social. Il concerne l'impact des choix et de l'activité de l'entreprise sur les questions sociales de notre société. Les critères pris en compte sont par exemple les droits de l'Homme, la réduction d'inégalités, l'accès aux soins de santé, la condition des employés, etc...
- Le troisième et dernier pilier est celui de Gouvernance. Il concerne la gestion de l'entreprise en matière de gouvernance. Les critères pris en compte sont par exemple la transparence de l'entreprise, la répartition des salaires, la diversité du conseil d'administration, la corruption, la relation avec les actionnaires, etc...

C'est en analysant chacun de ses critères que les investisseurs se verront capable de classer les entreprises. La manière dont ces critères sont calculés pour chaque entreprise vient principalement de leurs rapports non-financier en matière de RSE qu'elles publient régulièrement. Mais aussi d'autre sources comme des ONG, des journaux ou tout autres médias.

La base de données utilisée est composée des 20 entreprises du BEL 20 avec comme période 2006 à 2020 et a été récolté sur les terminaux Bloomberg. Pour représenter les ESG dans

¹⁰ Al Sisto (2020). *What is ESG and its three pillars?*. En ligne <https://www.temple.com/blog/what-is-esg-and-its-three-pillars>

notre analyse sera les « *ESG disclosure score* » de chaque entreprise du BEL 20 attribués par l'entreprise Bloomberg, à l'exception de SOFINA SA dont les terminaux Bloomberg ne possédait pas les scores ESG. Le score ESG varie entre une valeur de 0.1 et 100. Quatre scores ont été choisis pour cette analyse, le score ESG global qui représente l'ensemble des aspects des critères éthiques et de développement durable, le score ESG environnemental, le score ESG social et le score ESG de gouvernance qui comment le nom l'indique concerne respectivement l'environnement, l'aspect social et de gouvernance.

En ce qui concerne les performances financières, le choix s'est porté sur deux ratios financiers, le return on equity (ROE) et le return on assets (ROA), exprimé en %. Le ROE est une mesure comptable de la profitabilité de l'entreprise par rapport aux capitaux propre des actionnaires, et le ROA est une mesure de profitabilité de l'entreprise par rapport à ses actifs.

Nous avons donc 4 hypothèses plus ou moins liées à explorer :

1. Les critères ESG (score ESG global) influencent les performances financières (ROE et ROA).
2. Les critères ESG environnementaux (score ESG environnemental) influencent les performances financières (ROE et ROA).
3. Les critères ESG sociaux (score ESG social) influencent les performances financières (ROE et ROA).
4. Les critères ESG de gouvernance (score ESG de gouvernance) influencent les performances financières (ROE et ROA).

Ce qui nous permet donc d'établir les modèles simples suivants de régression linéaires suivants :

$$ROA_{123} = a + \beta_1 ESG_{score0} + \beta_2 ROA_0 + \varepsilon$$

$$ROE_{123} = a + \beta_1 ESG_{score0} + \beta_2 ROE_0 + \varepsilon$$

ROA_{123} et ROE_{123} sont donc les variable dépendantes, ESG_{score0} les variables indépendantes et ROE_0 sont une variable de contrôle afin d'éviter un maximum les biais qui pourraient brouiller la relation entre les variables dépendante et indépendantes.

ROA_{123} et ROE_{123} , les variables dépendantes, représentent la moyenne des ROA et ROE des trois années après l'année référence notée 0. Ainsi avec le modèle, nous pourrions observer les effets à relativement court terme des scores ESG en année n sur les indicateurs financiers des années n+1, n+2 et n+3. Par exemple les score ESG de 2010 (ESG_{score0}) avec le ROA des années 2011, 2012 et 2013 (ROA_{123}). Par manque de données il n'est pas possible de voir les effets sur le long terme. En effet, étant donné que le phénomène des ESG est assez récent, notre base de données ne comporte aucun score ESG avant l'année 2006.

Cependant, il s'est avéré que ce modèle ne donnait aucun résultat satisfaisant, car trop incomplet. C'est pourquoi le modèle suivant sera alors testé :

$$ROA_{123} = a + \beta_1 ESG_{score0} + \beta_2 Leverage_0 + \beta_3 Revenuegrowth_0 + \beta_4 ROA_0 + \varepsilon$$

$$ROE_{123} = a + \beta_1 ESG_{score0} + \beta_2 Leverage_0 + \beta_3 Revenuegrowth_0 + \beta_4 ROE_0 + \varepsilon$$

En ce qui concerne cet ajout de variables de contrôle, le choix a été influencé par d'autres études menées comme celle de Jun Xie and Wataru Nozawa, Michiyuki Yagi, Hidemichi Fujii et Shunsuke Managi dans : « *Do environmental, social, and governance activities improve corporate financial performance ?* », ou encore de Haris Ramic dans « *Relationship between ESG performance and financial performance of companies: an overview of the issue* ». $Leverage_0$ représente l'effet de levier de l'entreprise à l'année 0 à savoir le ratio entre ses dettes et ses fonds propres, l'intuition derrière cette variable serait qu'un endettement élevé pourrait influencer les performances financières des années suivantes. $Revenuegrowth_0$ est la croissance du chiffre d'affaires, le lien est assez évident avec les performances financières. Et pour finir, afin d'éviter d'avoir un terme d'erreur trop corrélé avec notre variable dépendante, les variables de contrôle ROA_0 et ROE_0 sont incluses, représentant les ROA et ROE de l'année 0. L'intuition derrière serait que le ROA et ROE d'une année influencent ceux des années suivantes.

ANALYSE EMPIRIQUE

Les entreprises présentes dans notre échantillon sont donc les suivantes :

- ACKERMANS V. HAAREN (ACKB BB),
- AEDIFICA (AED BB),
- AGEAS NV (AGS BB),
- ANHEUS-BUSCH INBEV (ABI BB),
- APERAM (APAM NA),
- ARGEX SE (ARGX BB),
- COFINIMMO SICAFI (COFB BB),
- COLRUYT (COLR BB),
- ELIA GROUP (ELI BB),
- GALAPAGOS (GLPG NA),
- GRP BRUX LAMBERT (GBLB BB),
- KBC GROUPE (KBC BB),
- MELEXIS (MELE BB),
- PROXIMUS (PROX BB),
- SOLVAY (SOL BB),
- TELENET GROUP HLDG (TNET BB),
- UCB (UCB BB),
- UMICORE (UMI BB),
- WAREHOUSES DE PAUW (WDP BB)

Statistiques descriptives :

Tableau 1. Statistiques descriptives générales

Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
ESG_0	226	33.42506	15.53757	4.5455	66.1157
ESG_envi_0	180	29.0813	15.41216	1.2383	66.6667
ESG_soc_0	217	34.53619	19.24846	3.3333	71.9298
ESG_go_0	226	56.46879	9.316945	33.9286	81.2161
Leverage_0	215	3.930577	4.94205	1.0395	31.0003
Revenuegro~0	272	17.4151	60.63999	-83.7129	627.1198
ROA_123	220	4.002643	8.457663	-33.28383	33.38607
ROE_123	177	8.767045	13.49674	-40.44767	50.5076
ROE_0	215	8.894818	15.70552	-56.8531	88.2443
ROA_0	273	3.651442	9.135273	-46.2008	36.0458

On peut tout d'abord remarquer la différence entre le nombre d'observations par variable, en effet, la base de données possédait de nombreuses valeurs manquantes notamment pour les scores ESG. La possible raison est que notre échantillon concerne certaines entreprises n'ayant intégrées le BEL20 que récemment. C'est pourquoi il est souvent difficile d'avoir des indicateurs concernant le développement durable datant d'il y a une dizaine d'années.

Ensuite on remarque facilement une différence entre les scores ESG, alors que le score global, environnemental et social ont une moyenne relativement semblable dans les alentours de 30, le score en gouvernance moyen est bien plus élevé avec 53.47 ainsi qu'un écart type de 9.3 ce qui est relativement plus bas que ceux des trois autres scores. Les valeurs minimales et maximales sont elle aussi plus élevées que pour celles des autres scores avec un minimum très haut de 33.9 face à 4.5 pour le global, 1.2 pour l'environnemental et 3.33 pour le social. Cela indiquerait donc que les entreprises de notre échantillon ont pour certaines raisons plus tendance à remplir les critères ESG en rapport avec la gouvernance. L'effet de levier quant à lui est de 3.9, bien que la majorité des entreprises a un ratio plus bas que la moyenne, celui-ci est amplifié par les quelques entreprises qui ont un ratio très élevé comme le montre le tableau suivant.

Tableau 2. Percentiles de l'effet de levier

Leverage_0				
	Percentiles	Smallest		
1%	1.0748	1.0395		
5%	1.2484	1.0439		
10%	1.3589	1.0748	Obs	215
25%	1.8237	1.1635	Sum of Wgt.	215
50%	2.271		Mean	3.930577
		Largest	Std. Dev.	4.94205
75%	3.1171	24.8121		
90%	10.4089	28.4651	Variance	24.42385
95%	15.9755	29.0022	Skewness	3.276653
99%	28.4651	31.0003	Kurtosis	14.3895

Du côté des performances financières, on peut observer que la moyenne générale est positive pour ces entreprises, ce qui était à prévoir étant donné qu'il s'agit des entreprises du BEL 20.

Matrices de corrélations de pairs :

Tableau 3. Matrice de corrélations entre scores ESG

	ESG_0	ESG_en~0	ESG_so~0	ESG_go_0
ESG_0	1.0000			
ESG_envi_0	0.9557	1.0000		
ESG_soc_0	0.9415	0.7903	1.0000	
ESG_go_0	0.8087	0.5957	0.7244	1.0000

Tableau 4. Matrice de corrélations entre ROA et ROE

	ROE_0	ROA_0
ROE_0	1.0000	
ROA_0	0.8360	1.0000

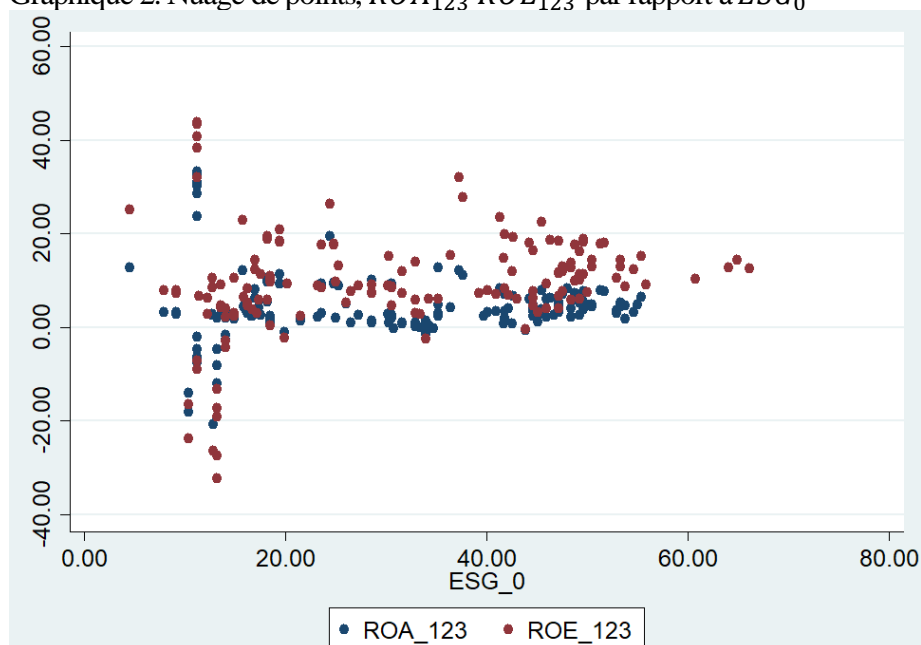
Avant de regarder les liens entre ESG et performances, attardons-nous sur la manière dont ces variables sont corrélées entre-elles. Comme l'on pouvait s'y attendre, le score global ESG est hautement corrélé avec les trois autres scores. Encore une fois, le score de gouvernance se démarque avec des corrélations moins élevées que les autres, de plus il y a une corrélation de 0.59 avec le score environnemental et de 0.7244 avec le score social. La corrélation entre le score environnemental et social est de 0.79. Cela pourrait indiquer que les entreprises ont tendance à investir dans le coté gouvernance de manière indépendante, alors que les deux autres scores semblent évoluer de manière plus coordonnée.

En ce qui concerne la corrélation entre nos deux indicateurs de performance financière, elle est forte avec 0.836, ce qui semble logique étant donné qu'ils représentent tous les deux la rentabilité de l'entreprise.

Résultats du modèle

Performances financières et le score ESG global

Graphique 2. Nuage de points, ROA_{123} ROE_{123} par rapport à ESG_0



ROA :

Tableau 5. Matrice de corrélations de paires, ROA_{123} et ESG_0

	ROA_123	ESG_0	Levera~0	Revenu~0	ROA_0
ROA_123	1.0000				
ESG_0	0.0809	1.0000			
Leverage_0	-0.0820	0.0084	1.0000		
Revenuegro~0	-0.1614	-0.2105	-0.0976	1.0000	
ROA_0	0.7885	0.0700	-0.0820	-0.0910	1.0000

Tableau 6. Régression, ROA_{123} et ESG_0

Source	SS	df	MS	Number of obs	=	142
Model	4833.21406	4	1208.30352	F(4, 137)	=	54.54
Residual	3035.41998	137	22.1563502	Prob > F	=	0.0000
Total	7868.63405	141	55.8059152	R-squared	=	0.6142
				Adj R-squared	=	0.6030
				Root MSE	=	4.7071

ROA_123	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]
ESG_0	.0181541	.0255018	0.71	0.478	-.0322739 .0685821
Leverage_0	-.0447222	.0724948	-0.62	0.538	-.1880757 .0986313
Revenuegro~0	-.0092144	.0057075	-1.61	0.109	-.0205005 .0020717
ROA_0	.6466879	.0453906	14.25	0.000	.5569311 .7364447
_cons	1.970614	.9978995	1.97	0.050	-.0026639 3.943891

Comme nous pouvons le constater sur tableau-ci-dessus, notre modèle ne permet pas d'obtenir de résultats significatifs pour le coefficient de ESG_0 afin d'expliquer ROA_{123} puisque qu'il a une p-valeur de 0.478. On ne peut donc pas rejeter l'hypothèse nulle qui est que celui-ci serait différent de 0. Nous ne pouvons donc pas affirmer que le score ESG global a un impact sur le futur ROA des entreprises de notre échantillon. Cela s'explique sûrement au manque de spécification du modèle pour ce cas spécifique mais aussi de la petite taille de notre échantillon.

Cependant, la matrice de corrélation plus haut ainsi que le graphique de points, peut nous mettre sur la piste de certaines tendances, bien qu'il s'agirait alors ici plus de supposition et non d'analyse empirique rigoureuse basée sur un modèle. La corrélation entre le score ESG global d'une année donnée et la moyenne des ROA des 3 années suivantes est de 0.0809. Pour ce qui est du graphique de points, il est visuellement difficile de tirer quoi que ce soit, le ROA_{123} semble ne pas avoir de tendance négative ni de tendance positive en fonction de ESG_0 .

ROE :

Tableau 7. Matrice de corrélations de paires, ROE_{123} et ESG_0

	ROE_123	ESG_0	Leverage_0	Revenu_0	ROE_0
ROE_123	1.0000				
ESG_0	0.1816	1.0000			
Leverage_0	0.0141	0.0084	1.0000		
Revenuegro_0	-0.1282	-0.2105	-0.0976	1.0000	
ROE_0	0.8365	0.1454	0.0600	-0.0682	1.0000

Tableau 8. Régression, ROE_{123} et ESG_0

Source	SS	df	MS	Number of obs	=	140
Model	14237.1805	4	3559.29513	F(4, 135)	=	98.62
Residual	4872.12135	135	36.0897878	Prob > F	=	0.0000
Total	19109.3019	139	137.476992	R-squared	=	0.7450
				Adj R-squared	=	0.7375
				Root MSE	=	6.0075

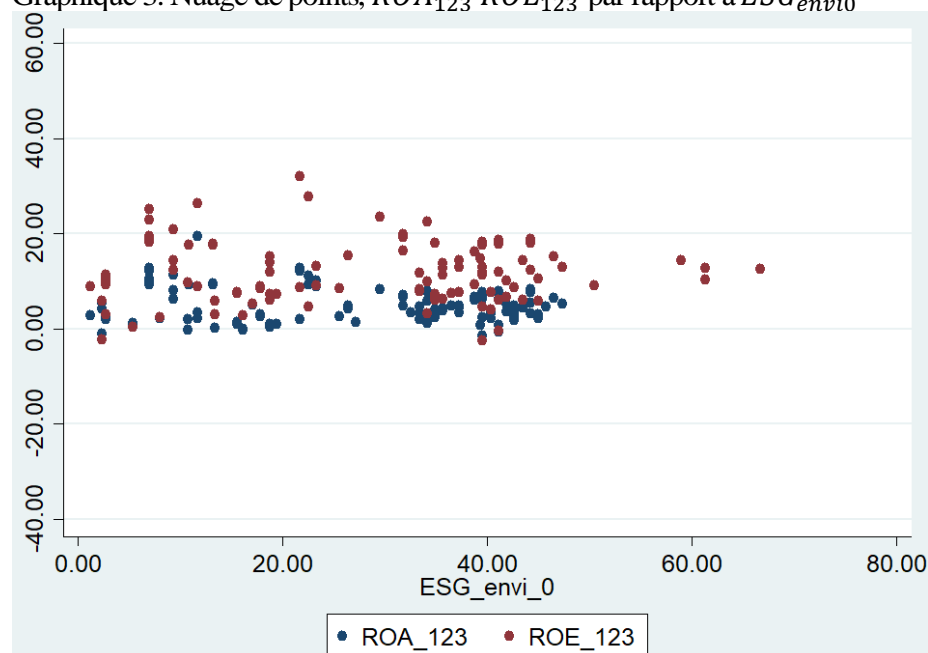
ROE_123	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]
ESG_0	.0337362	.0329031	1.03	0.307	-.031336 .0988083
Leverage_0	.0812672	.0929872	0.87	0.384	-.1026328 .2651672
Revenuegro_0	-.0076049	.0072744	-1.05	0.298	-.0219914 .0067816
ROE_0	.7092236	.0367593	19.29	0.000	.6365249 .7819222
_cons	1.5404	1.257421	1.23	0.223	-.9463927 4.027192

Ici encore, nous pouvons constater sur tableau-ci-dessus, que notre modèle ne permet pas d'obtenir de résultats significatifs pour le coefficient de ESG_0 expliquant ROE_{123} qui est donc associé à une p-valeur de 0.307. Nous ne pouvons donc pas rejeter l'hypothèse nulle qui est que celui-ci serait différent de 0. Ce qui veut dire que nous ne pouvons pas affirmer que le score ESG global de Bloomberg ait une influence sur le futur ROE des entreprises.

Comme nous pouvons le voir dans la matrice de corrélations, la corrélation entre ROE_{123} et ESG_0 est tout comme avec le ROA, positive mais avec ici un coefficient de 0.1816. Et tout comme pour Le ROA il est difficile de tirer une conclusion visuelle du graphique de points.

Performances financières et le score ESG environnemental

Graphique 3. Nuage de points, ROA_{123} ROE_{123} par rapport à ESG_{envi0}



ROA:

Tableau 9. Matrice de corrélations de paires, ROE_{123} et ESG_{envi0}

	ROA_123	ESG_en~0	Levera~0	Revenu~0	ROA_0
ROA_123	1.0000				
ESG_envi_0	0.1117	1.0000			
Leverage_0	-0.0820	-0.0997	1.0000		
Revenuegro~0	-0.1614	-0.1739	-0.0976	1.0000	
ROA_0	0.7885	-0.0588	-0.0820	-0.0910	1.0000

Tableau 10. Régression, ROA_{123} et ESG_{envi0}

Source	SS	df	MS	Number of obs	=	105
Model	733.114932	4	183.278733	F(4, 100)	=	25.30
Residual	724.516439	100	7.24516439	Prob > F	=	0.0000
				R-squared	=	0.5029
				Adj R-squared	=	0.4831
Total	1457.63137	104	14.0156863	Root MSE	=	2.6917

ROA_123	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
ESG_envi_0	.0373733	.0171329	2.18	0.031	.0033821	.0713645
Leverage_0	-.1025592	.0461834	-2.22	0.029	-.1941858	-.0109326
Revenuegro~0	-.0017747	.0042804	-0.41	0.679	-.0102669	.0067175
ROA_0	.5053301	.0598824	8.44	0.000	.3865251	.6241351
_cons	2.265324	.7308618	3.10	0.003	.8153147	3.715333

Dans cette régression nous pouvons observer un résultat significatif avec un niveau de confiance de 95% pour le coefficient de ESG_{envi0} qui est associé à une p-valeur de 0.031. Le coefficient est positif avec une valeur de 0.037. Nous pouvons donc rejeter l'hypothèse affirmant qu'il était égal à 0. Cependant le R-carré du modèle est de 0.5 bien qu'acceptable, cela indique que le modèle pourrait être complété avec d'autres variables étant donné qu'il explique déjà 50 % de la variation de la variable dépendante. Ce résultat semble donc indiquer que le score ESG environnemental influence positivement le ROA des 3 années futures.

La matrice de corrélation semble confirmer cette observation avec un coefficient de 0.1117 entre ESG_{envi0} et ROA_{123} .

ROE :

Tableau 11. Matrice de corrélations de paires, ROE_{123} et ESG_{envi0}

	ROE_123	ESG_en~0	Levera~0	Revenu~0	ROE_0
ROE_123	1.0000				
ESG_envi_0	0.0026	1.0000			
Leverage_0	0.0141	-0.0997	1.0000		
Revenuegro~0	-0.1282	-0.1739	-0.0976	1.0000	
ROE_0	0.8365	0.0142	0.0600	-0.0682	1.0000

Tableau 12. Régression, ROE_{123} et ESG_{envi0}

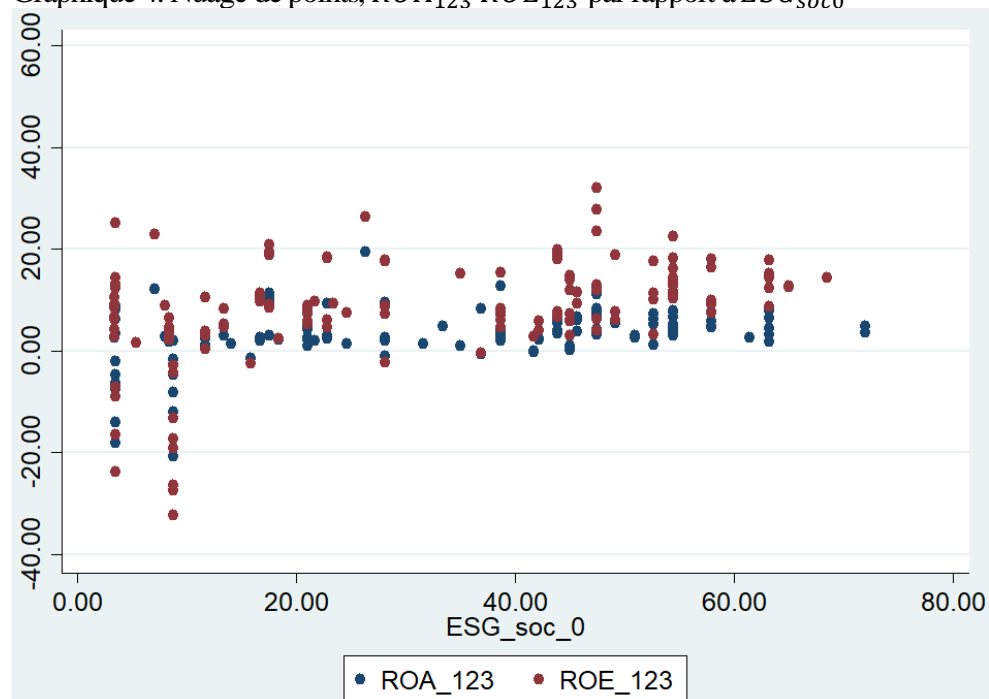
Source	SS	df	MS	Number of obs	=	103
Model	2627.78686	4	656.946715	F(4, 98)	=	63.08
Residual	1020.6405	98	10.4146989	Prob > F	=	0.0000
				R-squared	=	0.7203
				Adj R-squared	=	0.7088
Total	3648.42735	102	35.7688956	Root MSE	=	3.2272

ROE_123	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
ESG_envi_0	.0150647	.0204188	0.74	0.462	-.0254557	.0555851
Leverage_0	.0479623	.0542267	0.88	0.379	-.0596488	.1555734
Revenuegrow~0	-.0020928	.0051256	-0.41	0.684	-.0122643	.0080788
ROE_0	.6183292	.0392061	15.77	0.000	.5405259	.6961325
_cons	3.623036	.8927147	4.06	0.000	1.851473	5.394599

Contrairement aux ROA, ici nous pouvons constater sur tableau-ci-dessus, que notre modèle ne permet plus d'obtenir de résultats significatifs pour le coefficient de ESG_{envi0} sensé expliquer ROE_{123} . Le coefficient a une p-valeur de 0.462, nous ne pouvons donc pas rejeter l'hypothèse nulle qui est que celui-ci serait différent de 0. On ne peut donc pas affirmer que le score environnemental d'une année donnée ait une influence sur le ROE des 3 années suivantes.

La matrice de corrélation semble montrer une petite corrélation positive, mais étant de 0.0026 ce coefficient est extrêmement proche de 0.

Performances financières et le score ESG social

Graphique 4. Nuage de points, ROA_{123} ROE_{123} par rapport à ESG_{soc0} 

ROA :

Tableau 13. Matrice de corrélations de paires, ROA_{123} et ESG_{soc0}

	ROA_123	ESG_soc_0	Leverage_0	Revenuegro_0	ROA_0
ROA_123	1.0000				
ESG_soc_0	0.3324	1.0000			
Leverage_0	-0.0820	0.0634	1.0000		
Revenuegro_0	-0.1614	-0.2183	-0.0976	1.0000	
ROA_0	0.7885	0.2497	-0.0820	-0.0910	1.0000

Tableau 14. Régression, ROA_{123} et ESG_{soc0}

Source	SS	df	MS	Number of obs	=	133
Model	1746.21936	4	436.554839	F(4, 128)	=	26.08
Residual	2142.24624	128	16.7362987	Prob > F	=	0.0000
				R-squared	=	0.4491
				Adj R-squared	=	0.4319
Total	3888.46559	132	29.4580727	Root MSE	=	4.091

ROA_123	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]
ESG_soc_0	.055234	.0192473	2.87	0.005	.01715 .0933181
Leverage_0	-.0531113	.0628024	-0.85	0.399	-.1773765 .0711539
Revenuegro_0	-.0082113	.0049782	-1.65	0.102	-.0180616 .001639
ROA_0	.4278521	.0515495	8.30	0.000	.3258526 .5298516
_cons	1.146582	.7591391	1.51	0.133	-.3555046 2.648668

Dans cette régression nous pouvons observer un résultat significatif avec un niveau de confiance de 99% pour le coefficient de de ESG_{soc0} qui est associé à une p-valeur de 0.005. Le coefficient est positif avec une valeur de 0.055. Nous pouvons donc rejeter l'hypothèse affirmant qu'il était égal à 0. Cependant le R-carré du modèle est de 0.44, ce qui est acceptable mais reste assez bas. Ce résultat semble donc indiqué que le score ESG social influence positivement le ROA des 3 années futures.

Du côté de la matrice de corrélation, les deux variables qui nous intéressent sont corrélées avec un coefficient de 0.3324.

ROE :

Tableau 15. Matrice de corrélations de paires, ROE_{123} et ESG_{soc0}

	ROE_123	ESG_soc_0	Leverage_0	Revenuegro_0	ROE_0
ROE_123	1.0000				
ESG_soc_0	0.4403	1.0000			
Leverage_0	0.0141	0.0634	1.0000		
Revenuegro_0	-0.1282	-0.2183	-0.0976	1.0000	
ROE_0	0.8365	0.2701	0.0600	-0.0682	1.0000

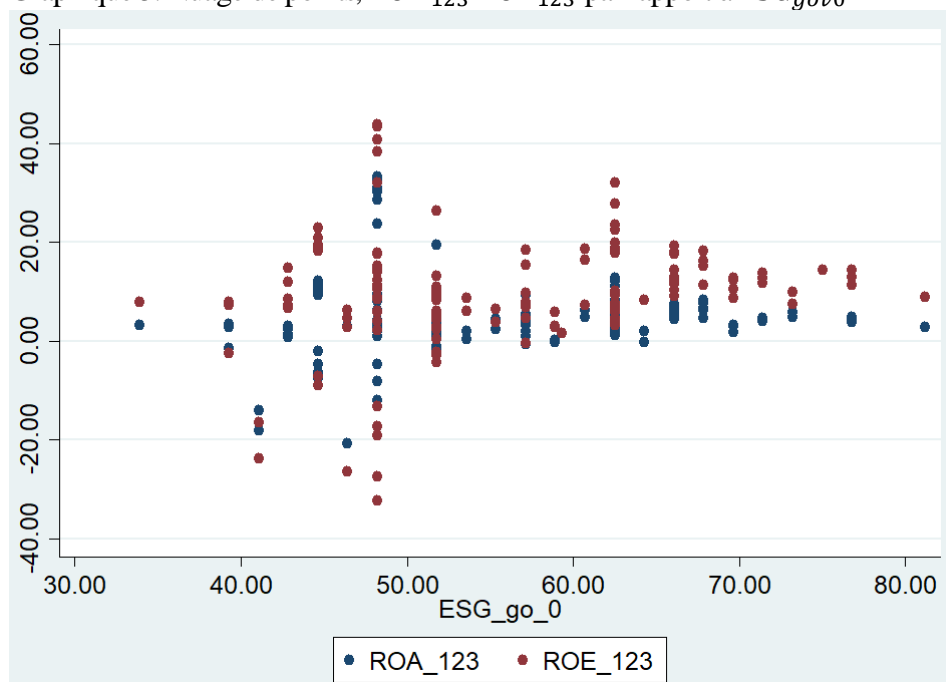
Tableau 16. Régression, ROE_{123} et ESG_{soc0}

Source	SS	df	MS	Number of obs	=	131
Model	8933.85177	4	2233.46294	F(4, 126)	=	67.44
Residual	4172.6662	126	33.1163984	Prob > F	=	0.0000
				R-squared	=	0.6816
				Adj R-squared	=	0.6715
Total	13106.518	130	100.819369	Root MSE	=	5.7547

ROE_123	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]
ESG_soc_0	.0947974	.0281649	3.37	0.001	.0390598 .1505349
Leverage_0	.0636691	.0889509	0.72	0.475	-.1123621 .2397002
Revenuegro_0	-.0055206	.006999	-0.79	0.432	-.0193713 .0083302
ROE_0	.5878602	.0430182	13.67	0.000	.5027285 .6729918
_cons	.1868583	1.068824	0.17	0.861	-1.928313 2.302029

Pour le ROE, nous pouvons observer un coefficient significatif avec un niveau de confiance de 99% pour le coefficient de de ESG_{soc0} qui est associé à une p-valeur de 0.001. Le coefficient est positif avec une valeur de 0.0948. Nous pouvons donc rejeter l'hypothèse affirmant qu'il était égal à 0. Le R-carré est de 0.68 ce qui est élevé. Ce résultat semble donc indiqué que le score ESG social influence positivement le ROE des 3 années futures. La matrice de corrélation montre une corrélation de 0.44 entre les deux variables qui nous intéressent.

Performances financières et le score ESG de gouvernance

Graphique 5. Nuage de points, ROA_{123} ROE_{123} par rapport à ESG_{gov0} 

ROA :

Tableau 17. Matrice de corrélations de paires, ROA_{123} et ESG_{gov0}

	ROA_123	ESG_go_0	Levera~0	Revenu~0	ROA_0
ROA_123	1.0000				
ESG_go_0	0.1378	1.0000			
Leverage_0	-0.0820	-0.1593	1.0000		
Revenuegro~0	-0.1614	-0.1451	-0.0976	1.0000	
ROA_0	0.7885	0.1064	-0.0820	-0.0910	1.0000

Tableau 18. Régression, ROA_{123} et ESG_{gov0}

Source	SS	df	MS	Number of obs	=	143
Model	4848.6448	4	1212.1612	F(4, 138)	=	55.19
Residual	3030.93587	138	21.9633034	Prob > F	=	0.0000
Total	7879.58067	142	55.4900047	R-squared	=	0.6153
				Adj R-squared	=	0.6042
				Root MSE	=	4.6865

ROA_123	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]
ESG_go_0	.0360089	.0415862	0.87	0.388	-.0462197 .1182375
Leverage_0	-.036007	.0729061	-0.49	0.622	-.1801645 .1081504
Revenuegro~0	-.0093652	.0056286	-1.66	0.098	-.0204946 .0017642
ROA_0	.6461828	.0451918	14.30	0.000	.5568249 .7355407
_cons	.4959816	2.444657	0.20	0.840	-4.337846 5.32981

Ici, nous pouvons constater sur tableau-ci-dessus, que notre modèle ne permet pas d'obtenir de résultats significatifs pour le coefficient de ESG_{g00} sensé expliquer ROA_{123} . Avec une p-valeur de 0.388, nous ne pouvons donc pas rejeter l'hypothèse nulle selon laquelle le coefficient serait différent de 0. On ne peut donc pas affirmer que le score de gouvernance d'une année donnée ait une influence sur le ROA des 3 années suivantes.

La matrice de corrélations semble montrer une corrélation positive de 0.1378.

ROE :

Tableau 19. Matrice de corrélations de pairs, ROE_{123} et ESG_{g00}

	ROE_123	ESG_go_0	Levera~0	Revenu~0	ROE_0
ROE_123	1.0000				
ESG_go_0	0.1749	1.0000			
Leverage_0	0.0141	-0.1593	1.0000		
Revenuegro~0	-0.1282	-0.1451	-0.0976	1.0000	
ROE_0	0.8365	0.0953	0.0600	-0.0682	1.0000

Tableau 20. Régression, ROE_{123} et ESG_{g00}

Source	SS	df	MS	Number of obs	=	141
Model	14114.2134	4	3528.55334	F(4, 136)	=	94.87
Residual	5058.18938	136	37.192569	Prob > F	=	0.0000
				R-squared	=	0.7362
				Adj R-squared	=	0.7284
Total	19172.4028	140	136.945734	Root MSE	=	6.0986

ROE_123	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]
ESG_go_0	.0396615	.0547754	0.72	0.470	-.0686602 .1479833
Leverage_0	.06591	.0949834	0.69	0.489	-.1219254 .2537453
Revenuegro~0	-.0088166	.0073191	-1.20	0.230	-.0232906 .0056573
ROE_0	.7071927	.0372092	19.01	0.000	.6336093 .7807761
_cons	.3946067	3.180509	0.12	0.901	-5.895044 6.684257

Pour finir nous pouvons de nouveau constater que notre modèle ne permet pas d'obtenir de résultats significatifs pour le coefficient de ESG_{g00} sensé expliquer ROE_{123} . En effet, le coefficient possède une p-valeur de 0.47. Nous ne pouvons donc pas rejeter l'hypothèse nulle selon laquelle le coefficient serait différent de 0. On ne peut donc pas affirmer que le score de gouvernance d'une année donnée ait une influence sur le ROE des 3 années suivantes.

Quant à la matrice de corrélations, semble montrer une corrélation positive de 0.1749 entre ESG_{g00} et ROE_{123} .

DISCUSSION

Les résultats de notre modèle semblent donc pointer vers un effet non négatif des critères ESG sur les performances financières à relativement court terme.

Pour ce qui est du score global les corrélations semblent indiquer une relation positive avec le ROA et le ROE. Pour le score environnemental notre modèle laisse penser à un impact positif sur le ROA et la matrice de corrélation indiquera une relation proche de 0 avec le ROE. Pour le score social, le modèle indiquerait un effet positif sur le ROA et le ROE, et enfin pour le score de gouvernance, les corrélations indiqueraient un lien positif avec le ROA et le ROE. Bien que les corrélations ne décrivent pas forcément une relation de causalité, en vue des graphiques de nuage de points, on ne peut pas conclure que les ESG aient un effet négatif sur les résultats financiers à court terme de notre échantillon. La théorie proposée par Milton Friedman semble donc ne pas s'appliquer à notre échantillon mais plutôt la théorie des parties prenantes de R.E. Freeman. Nous allons donc explorer les différentes pistes qui pourraient expliquer ces résultats, en se concentrant sur les trois aspects des critères ESG.

L'environnement

Le score environnement est composé de trois grandes catégories, les émissions contribuant à l'effet de serre, la consommation d'énergie, et la gestion des déchets. Une bonne consommation d'énergie peut probablement être associée à une diminution des coûts. La même chose peut être envisagée avec la gestion des déchets. Cependant, l'investissement dans des mesures environnementales peut s'avérer être coûteux à court terme, c'est donc pourquoi on aurait pu s'attendre à voir des effets positifs seulement dans une perspective de long terme. C'est cet aspect qui pourrait donc influencer les entreprises à moins s'investir dans les critères environnementaux par rapport aux autres comme nous pouvons l'observer dans le graphique plus bas qui montre les derniers scores ESG en date pour chaque entreprise. En effet, le score environnemental est le moins bon score pour chaque entreprise de notre échantillon.

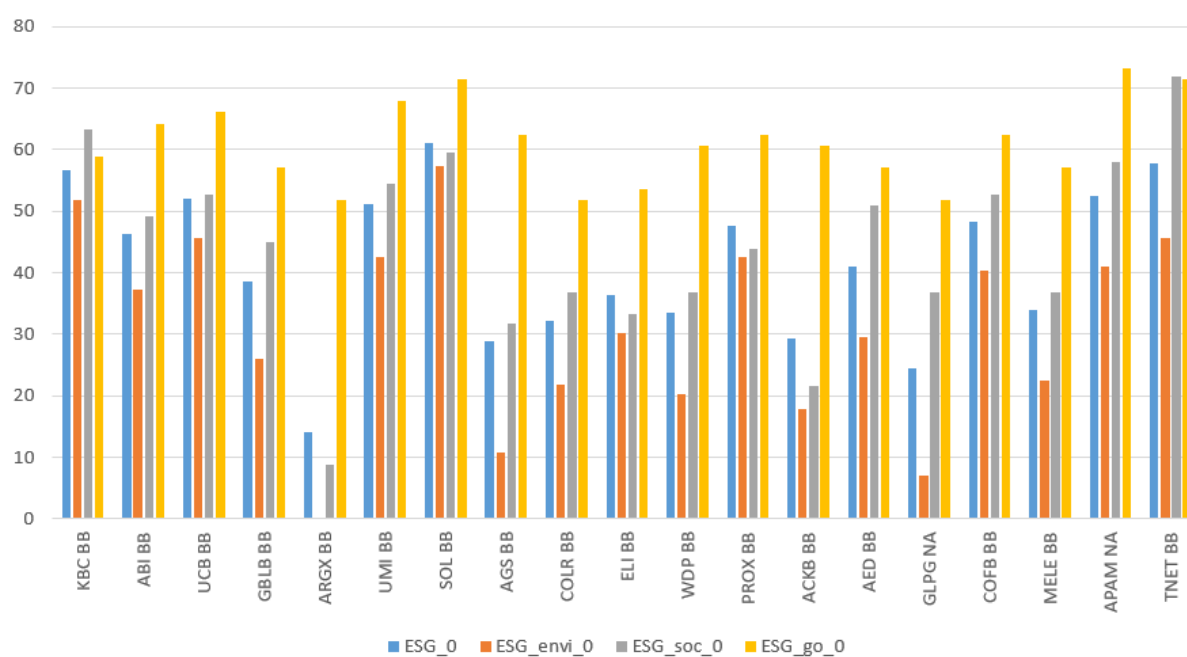
Le social

Le score social est composé d'aspects comme le bien-être des salariés mais aussi celui du consommateur par exemple. Il n'est pas difficile d'imaginer que des employés heureux seront plus productifs et donc encourageraient les performances de l'entreprises, de même une bonne réputation et satisfaction chez le consommateur devrait améliorer les ventes et donc les performances.

La gouvernance

Le score de gouvernance est composé de critères comme la transparence, la composition du conseil d'administration ou de la rémunération des cadres. On peut imaginer qu'une entreprise qui fonctionne mieux en interne a des chances de voir ses performances financières s'améliorer. Cependant, ce score est un cas un peu à part comme on a pu le voir dans la partie descriptive, avec un score moyen bien plus élevé que les autres scores. Une tendance qui se confirme dans le graphique plus bas représentant les scores actuels des entreprises. Une explication possible à ce phénomène serait que la mise en place de mesures visant à augmenter le score de gouvernance est moins coûteuse et paraît plus naturel que pour les autres scores. De plus, comme nous le verrons plus tard, les entreprises sont soumises à une série de loi influant le score de gouvernances comme, par exemple, le code de gouvernance, ce qui les force légalement à respecter certains critères.

Graphique 6. Scores ESG actuels par entreprise



Cependant, notre analyse est portée sur un échantillon assez réduit d'entreprises mais pas seulement, il s'agit uniquement des plus grosses entreprises cotées en bourse à la bourse de Bruxelles. Il y a de bonnes raisons de penser que la relation que ces entreprises ont avec la RSE ou les ESG est différente des autres entreprises dans le monde ou bien des entreprises de petites tailles. En effet, on peut imaginer qu'en comparaison avec les PME, les entreprises du BEL 20 ont davantage de ressources pour pouvoir investir dans une politique de RSE.

La Belgique et la RSE :

Notre échantillon comporte des entreprises belges à l'exception de Aparam et de Galapagos qui sont d'origine luxembourgeoise et néerlandaise. Comme évoqué dans l'introduction, la Belgique est un pays assez concerné par la RSE. Dans ce contexte certains facteurs peuvent donc influencer le niveau des scores ESG en général. Notamment en gouvernance avec les deux codes de gouvernance en entreprises en Belgique¹¹, le code Buysse¹² destiné aux PME et qui n'est pas obligatoires, ainsi que le code belge de gouvernance d'entreprise. Ces deux codes servent de cadre de référence en matière de gouvernance et contient une série de recommandations à remplir. Bien que des codes de gouvernances sont appliqués dans tous les pays, le code belge est obligatoire depuis 2010 et est assez complet. En ce qui concerne les multinationales, la Belgique faisant partie de l'OCDE, les multinationales belges sont donc soumises aux principes directeurs fixés par la Déclaration de l'OCDE. Ces Principes directeurs¹³ ont notamment pour objectif de faire en sorte que les activités des multinationales s'exercent de manière durable et responsable, de renforcer la confiance mutuelle entre les entreprises et les sociétés dans lesquelles elles exercent leurs activités et d'accroître la contribution des multinationales au développement durable et au bien-être.

¹¹ Commission Corporate Governance (2020). *Code belge de gouvernance des entreprises 2020*. En ligne https://www.corporategovernancecommittee.be/sites/default/files/generated/files/page/code_belge_de_gouvernance_dentreprise_2020_0.pdf

¹² Code Buysse (2017). *Code Buysse III*. En ligne <http://www.codebuysse.com/fr/buyssefr.aspx>

¹³ OCDE (2011). *Les principes directeurs de l'OCDE à l'intention des entreprises multinationales*. En ligne <https://www.oecd.org/fr/daf/inv/mne/principesdirecteursdelocdealintentiondesentreprisesmultinationales.htm>

CONCLUSION

En conclusion, dans ce travail nous avons exploré le potentiel lien entre les critères ESG et la performance financière des entreprises. Pour ce faire nous avons utilisé un modèle de régression linéaire avec comme échantillon d'analyse les entreprises présentes dans le BEL 20 et les données disponibles dans la période 2006-2021. Comme résultats, nous avons vu que pour les entreprises du BEL 20, l'impact des politiques de RSE semble ne pas avoir d'effets négatifs sur les indices de performance financiers comme le ROA et le ROE, et même un effet positif dans le cas de mesure environnementales et des mesures sociales.

BIBLIOGRAPHIE

Al Sisto (2020). *What is ESG and its three pillars?*. En ligne <https://www.ternplc.com/blog/what-is-esg-and-its-three-pillars>

Bloomberg Intelligence (2021). *ESG assets may hit \$53 trillion by 2025, a third of global AUM*. En ligne <https://www.bloomberg.com/professional/blog/esg-assets-may-hit-53-trillion-by-2025-a-third-of-global-aum/>

Boffo, R., and R. Patalano (2020). *ESG Investing: Practices, Progress and Challenges*. OECD Paris. En ligne www.oecd.org/finance/ESG-Investing-Practices-Progress-and-Challenges.pdf

Brammer S. (2006). Corporate Social Performance and Stock Returns: UK Evidence from Disaggregate Measures. *Financial Management* 35(3), doi:10.2139/ssrn.739587

Brammer S. et Millington A. (2008). Does It Pay to Be Different? An Analysis of the Relationship Between Corporate Social and Financial Performance. *Strategic Management Journal*, 29(12), 1325-1343. doi:10.1002/smj.714

Code Buysse (2017). *Code Buysse III*. En ligne <http://www.codebuysse.com/fr/buyssefr.aspx>

Commission Corporate Governance (2020). *Code belge de gouvernance des entreprises 2020*. En ligne https://www.corporategovernancecommittee.be/sites/default/files/generated/files/page/code_belge_de_gouvernance_dentreprise_2020_0.pdf

Commission Européenne (2011). COMMUNICATION DE LA COMMISSION AU PARLEMENT EUROPÉEN, AU CONSEIL, AU COMITÉ ÉCONOMIQUE ET SOCIAL EUROPÉEN ET AU COMITÉ DES RÉGIONS. En ligne <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/FR/TXT/?uri=celex:52011DC0681>

De Lucia C, Paziienza P, Bartlett M. (2020). Does Good ESG Lead to Better Financial Performances by Firms? Machine Learning and Logistic Regression Models of Public Enterprises in Europe. *Sustainability*, 12(13), 5317. <https://doi.org/10.3390/su1213531>

Filbeck, Greg & Gorman, Raymond (2004). The Relationship between the Environmental and Financial Performance of Public Utilities. *Environmental and Resource Economics* 29(2), 137-157, doi:10.1023/B:EARE.0000044602.86367.ff

- Freeman R. (1984). *Strategic Management: A Stakeholder Approach*. New York: Cambridge University Press.
- Friede, Gunnar & Busch, Timo & Bassen, Alexander (2015). ESG and financial performance: Aggregated evidence from more than 2000 empirical studies. *Journal of Sustainable Finance & Investment*, 5, 210-233. doi: 10.1080/20430795.2015.1118917
- Friedman M. (1970). A Friedman doctrine -- The Social Responsibility Of Business Is to Increase Its Profits. *The New York Times Magazine*, Sept. 13, 1970
- Gillan, Stuart & Hartzell, Jay & Koch, Andrew & Starks, Laura (2010). Firms environmental, social and governance (ESG) choices, performance and managerial motivation.
- Haninun, Haninun & Lindrianasari, Lindrianasari & Denziana, Angrita (2018). The effect of environmental performance and disclosure on financial performance. *International Journal of Trade and Global Markets*, 11, 138, doi:10.1504/IJTG.2018.092471
- Haris Ramic (2019). Relationship between ESG performance and financial performance of companies: an overview of the issue.
- Hedqvist L. & Larsson A. (2020). ESG or Financial Performance – Does it Have to Be a Choice? – A Regression Analysis of Thomson Reuters ESG scores and Financial.
- ISO 26000 (2010). *Lignes directrices relatives à la responsabilité sociétale*. En ligne <https://www.iso.org/fr/standard/42546.html>
- Kim S, Li Z. (2021). Understanding the Impact of ESG Practices in Corporate Finance. *Sustainability*, 13(7), 3746. <https://doi.org/10.3390/su13073746>
- La Torre, Mario & Mango, Fabiomassimo & Cafaro, Arturo & Leo, Sabrina (2020). Does the ESG Index Affect Stock Return? Evidence from the Eurostoxx50. *Sustainability*, 12, 6387. doi:10.3390/su12166387
- OCDE (2011). *Les principes directeurs de l'OCDE à l'intention des entreprises multinationales*. En ligne <https://www.oecd.org/fr/daf/inv/mne/principesdirecteursdelocdealintentiondesentreprisesmultinationales.htm>
- Porter M. and Kramer M. (2011). Creating Shared Value. *Harvard Business Review*, 62-77.

RESPECTO (2018), *Le 1er classement mondial des pays en fonction de leur ouverture à la Responsabilité Sociétale des Entreprises (RSE)*. En ligne [https://www.responsible-economy.org/images/Cote_RESPECO - communiqu%C3%A9 de presse 2018_V2.pdf](https://www.responsible-economy.org/images/Cote_RESPECO_-_communiqu%C3%A9_de_presse_2018_V2.pdf)

SPF économie (2019). *La responsabilité sociétale de l'entreprise*. En ligne <https://economie.fgov.be/fr/themes/entreprises/developper-et-gerer-une/la-responsabilite-societale-de>

Velte, P. (2017). Does ESG performance have an impact on financial performance? Evidence from Germany. *Journal of Global Responsibility*, Vol. 8 No. 2, 169178. <https://doi.org/10.1108/JGR-11-2016-0029>

Whelan T., Atz U., Van Holt T. and Clark C. (2021). Uncovering the Relationship by Aggregating Evidence from 1,000 Plus Studies Published between 2015 – 2020.

Xie, Jun & Nozawa, Wataru & Fujii, Hidemichi & Yagi, Michiyuki (2018). Do Environmental, Social and Governance Activities Improve Corporate Financial Performance?. *Business Strategy and the Environment*, 28, doi:10.1002/bse.2224

Yu, M. and Zhao, R. (2015). Sustainability and firm valuation: an international investigation. *International Journal of Accounting & Information Management*, Vol. 23 No. 3, 289-307. <https://doi.org/10.1108/IJAIM-07-2014-0050>

Toutes les données utilisées proviennent des terminaux Bloomberg.

Abstract :

The purpose of this paper is to explore the effect of ESG criteria on the financial performances of the companies in the BEL 20. Based on historical data about ESG scores attributed by Bloomberg, about ROA and ROE, we used a linear regression model and found that ESG environmental, social and governance criteria do not have a negative impact on the ROA and ROE of BEL 20 companies in the short term.

Résumé :

Ce travail a pour but d'explorer l'effet des critères ESG sur les performances financières des entreprises présentes dans le BEL 20. En se basant sur les données historiques des scores ESG attribués par Bloomberg ainsi que des ROA et ROE, et à l'aide d'un modèle de régression linéaire, nous avons pu observer que les critères ESG environnementaux, sociaux et de gouvernance n'auraient pas d'effets négatifs sur les ROA et ROE des entreprises du BEL 20 à court terme.

UNIVERSITÉ CATHOLIQUE DE LOUVAIN
Louvain School of Management

Place des Doyens, 1 bte L2.01.01, 1348 Louvain-la-Neuve
Boulevard Emile Devreux 6, 6000 Charleroi, Belgique
Chaussée de Binche 151, 7000 Mons, Belgique

www.uclouvain.be/lsm