

Critères RSE intégrés à la rémunération des dirigeants : un nouvel élément de gouvernance pour les entreprises ?

Notes IPP

n°85

Décembre 2022

Sandra Cavaco
Patricia Crifo
Aymeric Guidoux

ISSN 1959-0199

www.ipp.eu

La crise du Covid-19 a remis en lumière les débats sur la rémunération des dirigeants, et les appels à la modération de ces rémunérations se sont multipliés, émanant à la fois du régulateur, mais aussi de certaines organisations patronales et d'investisseurs. Finalement, des baisses de rémunérations, fixes ou variables, ont été recensées dans plus de la moitié des entreprises du CAC 40 au printemps 2020. Cette note montre que les entreprises des pays de l'OCDE au cours des deux dernières décennies ont de plus en plus tendance à intégrer dans la rémunération des dirigeants des critères de responsabilité sociale et environnementale (RSE), un système d'incitation appelé « contrat RSE ». L'adoption de ces programmes, lorsqu'ils sont mis en œuvre dans des entreprises ayant un modèle de gouvernance partenarial (dans lequel les différentes parties prenantes sont associées à la gouvernance de l'entreprise), est associée à de meilleures performances sociales, environnementales et en matière de respect des droits de l'homme mais n'a pas d'association significative avec la performance financière. En revanche, dans le cas des entreprises ayant un modèle de gouvernance centré sur la création de valeur pour les actionnaires principalement, l'adoption de ces contrats RSE est liée négativement à leurs performances financières et est sans lien avec leurs performances extra-financières.

- L'augmentation de la rémunération des dirigeants en cas de bonne performance de l'entreprise est rarement suivie par des diminutions en temps de crise. Cela pose la question des objectifs au cœur de ces politiques de rémunération, et des indicateurs qui les sous-tendent, entre performance financière et performance extra-financière.
- Un nouveau dispositif incitatif se développe depuis quelques années, consistant à indexer une partie de la rémunération des dirigeants sur des indicateurs de responsabilité sociale et environnementale (RSE). Qualifiés de « contrats RSE », ces dispositifs permettraient d'inciter les cadres dirigeants à une meilleure prise en compte de la performance à long terme de l'entreprise et de répondre aux demandes d'une plus grande proportion des parties prenantes (actionnaires, salariés, clients, fournisseurs, syndicats, ONG, collectivités locales, Etat, etc.).
- Le recours aux contrats RSE est une tendance globale : sur un panel de près de 4 000 firmes dans le monde, entre 2010 et 2016, 20 % ont mis en place ce type de contrats, notamment en Europe (30 %), en Amérique du Nord (27 %) et en Asie-Pacifique (37 %), et surtout dans les secteurs manufacturier et financier (26 %).
- L'adoption des contrats RSE a des impacts différents sur la performance financière et extra-financière de l'entreprise selon son modèle de gouvernance. Pour les entreprises dont la gouvernance est orientée principalement vers les actionnaires, ces contrats diminuent la performance financière et n'apportent qu'un gain relatif en termes de performance RSE. Pour les entreprises dont la gouvernance est orientée vers un plus grand nombre de parties prenantes, les contrats RSE sont efficaces pour améliorer la performance extra-financière dans tous ses domaines.



L'Institut des politiques publiques (IPP) a été créé par PSE et est développé dans le cadre d'un partenariat scientifique entre PSE-École d'Économie de Paris et le Groupe des écoles nationales d'économie et de statistique (GENES). L'IPP vise à promouvoir l'analyse et l'évaluation quantitatives des politiques publiques en s'appuyant sur les méthodes les plus récentes de la recherche en économie.

Les règles de fixation de la rémunération des dirigeants

Des débats toujours d'actualité

La crise du Covid-19 a remis la question des rémunérations des dirigeants au premier plan, avec des appels à la modération de ces rémunérations de plus en plus pressants durant la période de confinement. En France, où le débat est très actif depuis que les montants des rémunérations sont publiés dans les rapports annuels des grandes entreprises cotées, des demandes ont émané à la fois du régulateur et de certaines organisations patronales comme l'AFEP (Association Française des Entreprises Privées). Cette dernière recommande par exemple une baisse de 25 % de la rémunération des dirigeants durant la période de crise. Finalement, des baisses de rémunérations ont été recensées dans plus de la moitié des entreprises du CAC 40 au printemps 2020 (Boisseau et Rolland, 2020). La loi Pacte (Plan d'action pour la transformation et la croissance des entreprises) de 2019 devrait aussi inciter à la modération de ces rémunérations en demandant la publication du ratio d'équité, c'est-à-dire l'écart de rémunération avec la moyenne et la médiane des salariés.

Ces débats sont extrêmement symboliques en période de crise parce qu'ils soulèvent des questions sur les déterminants, le contenu et les finalités de la rémunération des dirigeants : à quoi correspond-elle et que vise-t-elle ? Sur quelle mesure de performance se fonde-t-elle ? Quels sont les critères de fixation des bonus ?

Dotés d'un contrat de travail et généralement définis comme des « mandataires sociaux », les dirigeants ne sont pourtant pas des salariés comme les autres, ni des subordonnés des conseils d'administration ou des actionnaires. La détermination de leur rémunération, composée classiquement d'une part fixe et de bonus variables, est donc un sujet complexe. Sur le plan théorique, deux grands modèles de gouvernance d'entreprise sont généralement présentés : le modèle dit actionnarial ou « shareholder », et le modèle dit partenarial ou « stakeholder » (voir encadré 1). Ils offrent des réponses très distinctes à la question des facteurs devant entrer dans la rémunération variable des dirigeants. Le point de départ de ces deux modèles est l'existence de conflits d'intérêts posés par la séparation entre propriété du capital (par les actionnaires) et contrôle des décisions opérationnelles (par les dirigeants). Ces conflits d'objectifs seraient à l'origine d'inefficacités, que les rémunérations des dirigeants doivent permettre de minimiser. C'est pour cela que les rémunérations sont aussi considérées comme des outils d'incitation.

Récemment, une nouvelle pratique de rémunération a vu le jour : les « contrats RSE ». Il s'agit de bonus dont le calcul est fondé sur des critères liés à la responsabilité so-

ciale et environnementale (RSE) de l'entreprise, comme par exemple la réduction des émissions de gaz à effet de serre ou la qualité des relations de travail (voir encadré 2). En Allemagne par exemple, le constructeur automobile BMW a annoncé en juillet 2020 un ensemble d'objectifs de réduction des émissions de CO₂, dont dépendra désormais en partie la rémunération de son directoire. L'inclusion de ces objectifs environnementaux ou sociaux répond aux pressions croissantes exercées à la fois sur les entreprises pour qu'elles adoptent un comportement socialement responsable, et sur leurs conseils d'administration pour qu'ils prennent des mesures favorisant l'engagement des parties prenantes (Flammer et al., 2019). Ces contrats RSE se sont rapidement multipliés au sein des programmes de rémunérations des dirigeants et sont de plus en plus encouragés par des institutions internationales telles que les Nations Unies (PRI, 2012). En France, la loi PACTE de 2019 demande désormais aux entreprises de divulguer les éléments variables de la rémunération des dirigeants liés à des objectifs de RSE.

Au sein de la littérature économique sur la rémunération des cadres et dirigeants, le rôle de critères environnementaux et sociaux, dit « extra-financiers » ou simplement « critères RSE », n'a que peu été étudié. Cette note questionne précisément la pertinence de ces contrats RSE en décrivant la sensibilité des rémunérations des dirigeants à l'exercice de leur responsabilité sociale et environnementale, l'impact de cette sensibilité sur la performance des entreprises, ainsi que son lien avec les modèles théoriques de gouvernance. Cette note se base sur une étude réalisée à partir d'un panel de près de 4 000 entreprises cotées dans le monde sur la période 2004-2018.

Les incitations basées sur la performance financière : un modèle à repenser pour les dirigeants ?

On parle d'incitations basées sur la performance financière pour désigner des bonus dont le calcul est fondé sur l'évolution à court terme de la valorisation de la société, du chiffre d'affaires, ou de son développement commercial sur certains marchés par exemple. Une littérature considérable a examiné l'importance et les problèmes de ces incitations financières en tant que dispositifs de discipline managériale (Murphy, 1999). Aux États-Unis par exemple, la rémunération des dirigeants a très fortement augmenté au cours des trois dernières décennies en même temps que la valeur actionnariale. Cela suggère que les dispositifs de rémunération ont contribué à aligner les incitations managériales sur celles des actionnaires, et que le patrimoine des dirigeants est très sensible aux performances financières de l'entreprise (Frydman et Saks, 2010). Une telle tendance ne se limite pas aux États-Unis et a touché d'autres pays de l'OCDE, bien que dans une moindre mesure (Abowd et Kaplan, 1999).

Encadré 1 : Des modèles théoriques pour comprendre les paramètres de gouvernance

Gouvernance actionnariale : Le modèle de gouvernance actionnarial s'est développé dans la seconde moitié du vingtième siècle et repose sur une hypothèse de marché concurrentiel. Il démontrait qu'en offrant des incitations alignées sur la création de valeur actionnariale, les forces du marché agissaient pour discipliner les managers. Les rémunérations des dirigeants sont indexées sur des critères « externes » issus du marché des dirigeants d'entreprise (en particulier, le talent et l'évaluation des pairs), du marché des acquisitions (en particulier, les menaces d'OPA et les offres d'achat) ou encore du marché de l'information financière (en particulier, l'information et les relations avec les investisseurs). Concrètement, la rémunération doit être suffisamment élevée pour attirer les talents, mais également sensible aux performances financières, c'est-à-dire la valeur de marché de l'entreprise, pour être incitative. Ce modèle était en accord avec la conjoncture des années 1980, notamment avec la montée en puissance des règles de la libre concurrence, l'internationalisation des marchés et le rôle croissant des fonds d'investissement.

Gouvernance partenariale : À la fin des années 1990, l'explosion de la bulle internet jeter un certain discrédit sur le bien-fondé de la création de valeur actionnariale. Un modèle dit « partenarial » se développe alors en réponse aux pressions de la société civile et d'actionnaires sensibles aux attentes de toutes les parties prenantes (actionnaires, salariés, clients, fournisseurs, syndicats, ONG, collectivités locales, Etat, etc.). Dans ce modèle, les incitations managériales ont vocation à être alignées avec une création de valeur pour l'ensemble des parties prenantes, pas uniquement les actionnaires (Crifo et Rebérioux, 2016). Les rémunérations des dirigeants se basent alors sur des mécanismes « internes » : plutôt que de simplement « discipliner » les décisions managériales, on cherche à équilibrer les attentes et le pouvoir relatif des différentes parties prenantes de l'entreprise. Ces mécanismes internes s'appuient sur les grands acteurs de la gouvernance : le conseil d'administration (via les décisions du comité de rémunération), les actionnaires (via leurs droits de vote aux assemblées générales), les syndicats et les salariés (via les programmes de participation des salariés aux décisions stratégiques) et les audits.

Les deux modèles de gouvernance d'entreprise.

Modèle	Actionnarial	Partenarial
Objectif	Valeur pour les actionnaires	Valeur pour toutes les parties prenantes
Marchés financiers	Très actifs	Limités
Actionnariat	Dispersé	Concentré, par blocs
Discipline et contrôle	Externe Marché (ex : menaces OPA)	Interne Contrôle (ex : administrateurs salariés)
Horizon et incitations	Court terme Incitations financières fortes	Long terme Incitations financières faibles
Conseils d'administration	Représentent les intérêts des actionnaires	Dominés par les parties prenantes

Source : Crifo et Rebérioux (2016).

Encadré 2 : Les différentes catégories de critères extra-financiers selon VigeoEiris

Pionnière dans la notation extra-financière, l'agence VigeoEiris évalue les entreprises selon 5 axes présentés ci-dessous. Pour chaque axe, il s'agit de savoir si l'entreprise a mis en place une stratégie intégrée et des actions permettant de répondre aux enjeux sociétaux à travers une analyse de multiples critères. La consolidation et la pondération de ces critères selon le secteur d'activité permettent ensuite de définir une note de 0 à 100 reflétant le niveau d'exemplarité de l'entreprise pour chacune des catégories. Nous présentons ci-dessous des exemples de critères analysés.

- **Ressources humaines** : Quel place pour la politique de ressources humaines au sein de la stratégie de l'entreprise ? Quel est le niveau de qualité des conditions de travail ? Existe-t-il des programme de développement des carrières ?
- **Environnement** : Quels est l'impact sur l'environnement et quelles sont les actions prises pour le réduire ? Quelle politique pour lutter contre une trop grande consommation de ressources naturelles ? Existe-t-il une stratégie pour réduire l'impact des biens et services à la fois à l'échelle de la production, de la distribution et de la conception ?
- **Comportement sur les marchés** : L'entreprise dispose-t-elle de clients fidèles et de relations durables avec ses fournisseurs ? Quelles sont les mesures prises pour éviter la corruption ? Participe-t-elle à des pratiques anti-compétitives ?
- **Engagement sociétal** : L'entreprise est-elle impliquée dans le développement de son territoire et quel est son impact ? Existe-t-il des engagements pour des causes d'intérêt général ?
- **Droits Humains** : Quelles mesures sont mises en place pour éliminer les discriminations ? L'entreprise a-t-elle recours au travail forcé ou au travail des enfants ? Contrôle-t-elle ses fournisseurs sur ces sujets ?

Existe-t-il donc une limite à ces rémunérations ? Ces dernières années, les pratiques de rémunération excessive ont suscité une inquiétude croissante chez les universitaires, les investisseurs, les décideurs politiques et le public. Elles ont motivé de nombreuses recherches, mettant en évidence le coût caché des incitations financières et les

dangers de ces structures de rémunération et de la culture des bonus (Sliwka, 2007 ; Bénabou et Tirole, 2016). Les stock-options et les bonus augmentent avec la volatilité et poussent les PDG à prendre des risques, les récompensant de leur chance sans même s'aligner sur les intérêts à long terme des actionnaires (Bertrand et Mullainathan, 2001).

Dans certains pays (France et États-Unis par exemple), les décideurs politiques ont récemment réagi en adoptant des lois exigeant des entreprises qu'elles organisent des votes sur les rémunérations lors des assemblées générales d'actionnaires (« say on pay »), qu'elles publient les ratios de rémunération des PDG par rapport aux travailleurs ou bien qu'elles limitent les bonus. De même, les fonds de pension utilisent de plus en plus leurs droits de propriété pour exprimer leur mécontentement lorsque les rémunérations des dirigeants sont jugées excessives.

Une abondante littérature reconnaît désormais que des incitations financières trop fortes peuvent fausser l'effort managérial ou encourager diverses activités improductives pour améliorer faussement les indicateurs de performance, conduisant ainsi à un court-termisme excessif (Baker et al., 1994 ; Edmans et al., 2017).

Les incitations basées sur des critères RSE : intégrer des objectifs durables au sein des rémunérations des dirigeants ?

Une raison cruciale pour le développement des « contrats RSE » est donc d'encourager les cadres à créer de la valeur (y compris actionnariale) à long terme pour l'entreprise. Cela implique de sacrifier des gains à court terme au profit de gains à long terme et de se tourner vers l'ensemble des parties prenantes de l'entreprise (Flammer et al., 2019).

Jusqu'à présent, l'idée d'incitations basées sur des critères extra-financiers était peu soutenue par la littérature. Comme le montrent Holmström et Milgrom (1991), pour être optimales, les incitations managériales doivent se baser sur des critères de performances financièrement mesurables. La littérature sur la finance d'entreprise considère de plus que proposer d'autres types d'incitations conduirait les dirigeants à détourner une partie des excédents de l'entreprise sans résoudre les conflits d'intérêts/objectifs entre actionnaires et dirigeants (Cespa et Cestone, 2007). Les incitations fondées sur les performances extra-financières et la RSE pourraient en fait être associées à des stratégies d'enracinement, car les dirigeants peuvent avoir une raison particulière de s'engager dans un comportement socialement responsable. En gagnant le soutien des parties prenantes, le dirigeant pourrait par exemple se protéger d'un éventuel remplacement décidé par les actionnaires. Ces théories suggèrent donc que la mise en œuvre de contrats RSE aura un effet préjudiciable sur la performance financière de l'entreprise.

L'essor de la RSE et de critères extra-financiers mesurables vient cependant changer ce paradigme. Propulsée par un besoin croissant des investisseurs à disposer d'informations non financières, par exemple relatives aux conditions de travail ou à l'impact environnemental, l'information extra-financière s'est considérablement développée, consolidée et est en phase de standardisation (voir

encadré 2). Ces données sont désormais produites par des agences de notation spécialisées, telle VigeoEiris, ou par les entreprises elles-mêmes, le plus souvent sous contrôle d'un organisme certificateur indépendant. L'amélioration et la standardisation des données rendent compatibles la mise en place d'incitations basées sur des critères extra-financiers avec les modèles classiques de résolution des conflits d'intérêts entre actionnaires et dirigeants.

Une adoption croissante des contrats RSE : comment mesurer leurs impacts ?

Alors qu'il existe une littérature abondante sur les programmes de rémunération financière des dirigeants (les traditionnels « plans de rémunération en fonction de la performance financière »), on en sait peu sur les effets des contrats de RSE sur la performance, en particulier au niveau empirique (Maas, 2016). Afin de savoir quel peut être l'impact de l'adoption de ces programmes sur la performance des entreprises, il est avant tout nécessaire d'identifier une méthode pour le mesurer.

L'agence de notation extra-financière VigeoEiris est l'une des rares à recenser les pratiques des entreprises sur le sujet. Nous avons utilisé leur base de données pour examiner comment l'adoption de contrats RSE affecte les résultats de l'entreprise sur un échantillon de près de 4000 firmes des pays de l'OCDE sur la période 2004-2018.

Comme le montre la figure 1, avant 2010, aucune des entreprises de notre panel n'avait proposé ce type de contrat à ses dirigeants. En revanche, au premier semestre 2018, il était adopté par plus de 800 entreprises, soit 20% de

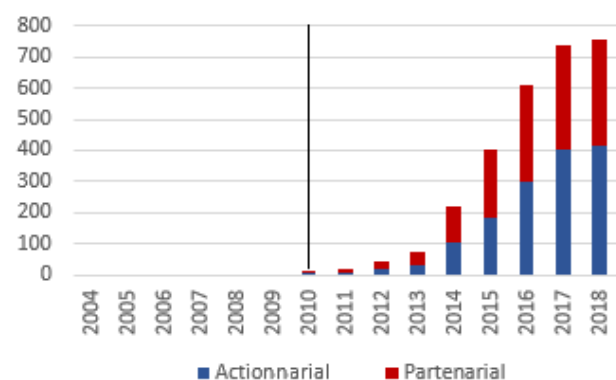


Figure 1 – Évolution du nombre de firmes ayant adopté des contrats RSE.

Notes : Les barres représentent le nombre cumulé d'entreprises ayant une politique de contrats RSE. La collecte des données se termine en avril 2018, ce qui pourrait expliquer le faible nombre d'entreprises supplémentaires qui adoptent la RSE dans leurs contrats au cours de l'année 2018. Lecture : Sur l'ensemble de la période on assiste à une forte augmentation du nombre d'adoptions de contrats RSE, chez les deux types d'entreprises (actionnarial et partenarial), de 0 en 2010 à presque 100 en 2013, 400 en 2015, 600 en 2016 et à plus de 750 en 2018. Source : Cavaco, Crifo et Guidoux (2020).

notre panel. On peut noter que cette évolution est uniforme selon que la gouvernance de l'entreprise est de type actionnarial ou partenarial.

Notre stratégie d'identification repose sur la comparaison d'entreprises qui ont adopté un contrat RSE (ce groupe est appelé groupe des adoptants) et d'entreprises qui n'ont jamais adopté de tels contrats de rémunération pour leurs dirigeants (ce groupe est appelé groupe de contrôle ou témoin) au cours de la période d'analyse (2004-2018), tout en isolant l'impact d'autres facteurs tels que la conjoncture, la taille ou l'endettement.

Cependant, mettre en évidence un effet direct de la mise en place de contrats RSE peut être pollué par l'endogénéité propre au recours à ce type de contrat – c'est-à-dire par le fait que les entreprises qui recourent à un contrat RSE sont probablement celles qui ont à la fois des performances financière et extra-financière plus élevées. Dans ce cas, les différences observées entre le groupe des adoptants et le groupe témoin pourraient être dues à des différences intrinsèques aux entreprises et non causées par la seule adoption des contrats RSE.

La méthode économétrique des doubles différences permet l'identification de cet effet causal, c'est à dire d'identifier la part de variations entre les deux groupes imputables à l'adoption des contrats RSE. Cette méthode consiste à comparer l'évolution des performances des entreprises du groupe des adoptants à une situation contre-factuelle, approximée par l'évolution des entreprises du groupe témoin. En d'autres termes, nous calculons la différence de performance entre les entreprises ayant adopté un contrat RSE et le groupe témoin, à laquelle nous soustrayons la différence observée entre les deux groupes avant l'adoption des contrats RSE. En supposant qu'en l'absence de contrat, les deux groupes auraient continué d'évoluer symétriquement, si la performance moyenne des deux groupes diverge après l'adoption des contrats RSE, on peut interpréter cette évolution comme l'effet causal de la mise en place d'un contrat RSE. Cette hypothèse est par définition impossible à vérifier, puisque nous ne sommes pas en mesure d'observer cette situation contre-factuelle, ni d'observer toutes les caractéristiques des entreprises. Nous testons toutefois si les entreprises du groupe des adoptants et témoins suivent des trajectoires identiques sur la période pré-adoption sur les variables de performances (voir figure 2).

Un second avantage de la méthode des doubles différences est qu'elle ne tient pas compte de l'année de l'adoption des contrats et reste valable si le groupe des adoptants évolue au fil des ans. Or à ce jour, ces adoptions ne relèvent pas d'obligations réglementaires mais d'une volonté propre à l'entreprise. Comme présentée précédemment (voir figure 1), l'adoption des contrats RSE n'arrive pas au même moment pour toutes les entreprises sur la période observée. La méthode des doubles diffé-

rences nous permet donc d'exploiter le calendrier d'adoption volontaire des contrats RSE pour identifier leur impact moyen sur la performance des entreprises.

En outre, nous étudions le rôle crucial du modèle de gouvernance d'entreprise (actionnarial ou partenarial). Chacun de ces modèles décrit un ensemble de paramètres structurels de la gouvernance de l'entreprise. Il s'agit de vérifier si nos estimations de l'impact des contrats RSE sur la performance varient ou non selon le modèle de gouvernance.

Pour s'assurer de la pertinence et de la robustesse de nos résultats, nous avons complété notre stratégie empirique avec des analyses par la méthode des variables instrumentales et de nombreux tests de robustesse. Ces analyses aboutissent toutes à des conclusions similaires.

Quel impact des contrats RSE sur la performance des entreprises ?

Application aux pays de l'OCDE sur la période 2004-2018

Dans un premier temps, il est possible de comparer les performances moyennes des entreprises de notre panel selon leur groupe, sur la période 2004-2018. Cette analyse préliminaire ne permet pas d'identifier les variations imputables aux contrats RSE mais nous donne une indication quant à l'existence de telles variations. De plus, elle permet de confirmer qu'avant 2010, soit avant l'adoption des premiers contrats, les deux groupes évoluaient de manière assez similaire. Ce dernier point est l'hypothèse centrale de notre modèle économétrique, basé sur la méthode des doubles différences.

La figure 2 présente les performances moyennes des deux groupes à travers l'évolution du rendement de l'actif investi, indicateur de la valeur financière des entreprises, et des 5 indicateurs extra-financiers de VigeoEiris (voir encadré 2). L'analyse graphique, confirmée par une analyse statistique, permet de vérifier une similarité entre les deux groupes avant 2010 et une potentielle divergence après.

Cette divergence est confirmée par nos estimations. Nos résultats, résumés dans le tableau 1, indiquent que l'adoption de contrats RSE entraîne (i) une diminution de la valeur de l'entreprise (mesurée par la rentabilité des actifs investis et des capitaux propres), mais (ii) une augmentation des différents domaines de performances en matière de RSE, telles que mesurées par les indicateurs VigeoEiris. On peut noter que l'effet positif est un peu plus marqué sur les indicateurs évaluant les comportements responsables envers les clients et les fournisseurs, et l'engagement sociétal.

Tableau 1 – Variation moyenne de la performance imputable à l'adoption de contrats RSE.

Indicateurs de performance :	Rentabilité des actifs	Rentabilité des capitaux propres	Ressources Humaines	Environnement	Comportement sur les marchés	Engagement sociétal	Droits de l'Homme
Variations :							
Ensemble des entreprises	-0.4**	-1.1**	+1.0***	+1.2***	+2.0***	+2.0***	1.1***
Pour les entreprises ayant un modèle actionnarial	-0.8**	-1.6*	Non significatif	Non significatif	1.5***	Non significatif	Non significatif
Pour les entreprises ayant un modèle partenarial	Non significatif	Non significatif	+1.402***	+2.0***	+2.5***	+2.5***	2.1***

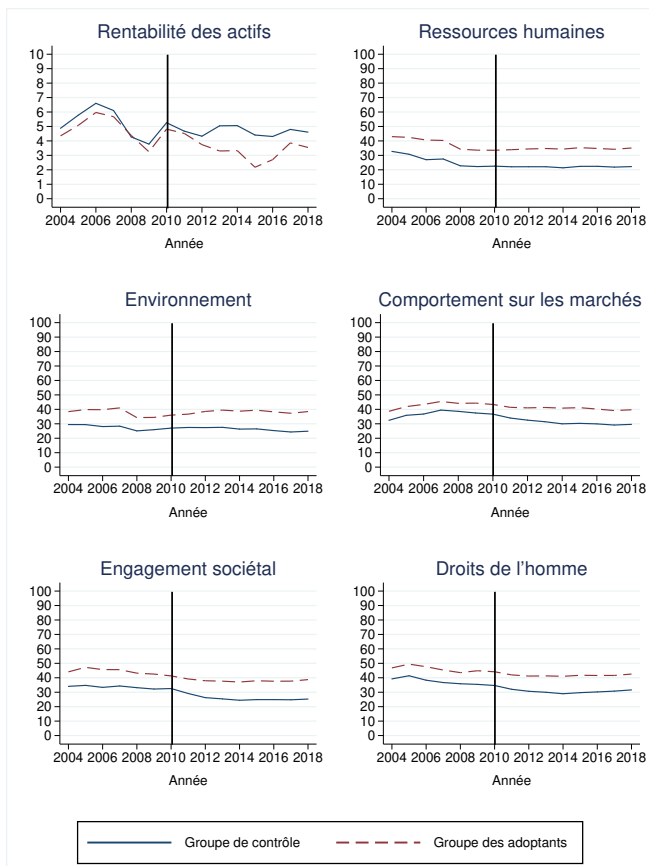
Notes : Ce tableau résume les variations moyennes des différents indicateurs de performance imputable à l'adoption de contrats RSE, toutes choses égales par ailleurs. Le nombre d'étoiles représente la significativité statistique de la valeur : *** si la p-value < 0.01, ** si la p-value < 0.05, * si la p-value < 0.1. L'indicateur de rentabilité des actifs est le ROA (« return on assets »), qui mesure le taux de rendement de l'actif investi par le ratio entre le résultat net et le total des actifs d'une entreprise. Cet indicateur est exprimé en %. L'indicateur de rentabilité des capitaux propres est le ROE (« return on equity »), qui mesure la rentabilité d'une société et l'efficacité avec laquelle elle génère ces bénéfices par le ratio entre le revenu net d'une société divisé par ses capitaux propres. Les scores de performance RSE sont définis dans l'encadré 2.

Lecture : À l'échelle totale du panel, on observe que l'adoption de contrats RSE diminue légèrement la performance financière et augmente la performance extra-financière telle que mesurée par les différents indicateurs VigeoEiris. Si l'on distingue cet effet selon le modèle de gouvernance de l'entreprise, on constate que pour les entreprises de type partenarial, il n'y a plus d'impact négatif sur la performance financière mais un plus fort impact positif sur la RSE. A contrario, pour les entreprises de type actionnarial, l'effet positif sur la RSE est plus faible que pour l'ensemble des entreprises (voir score de comportement sur les marchés), voire non significatif (comme par exemple pour le score « Environnement »), et l'impact négatif sur la performance financière est de plus forte ampleur (-0.8) par rapport au modèle sur l'ensemble des entreprises (-0.4).

Source : Cavaco, Crifo et Guidoux (2020).

L'importance du modèle de gouvernance de l'entreprise

Figure 2 – Performance des firmes ayant ou non adopté des contrats RSE.



Notes : La ligne continue bleue représente le score moyen du groupe de contrôle (pas de contrat RSE). La ligne pointillée rouge représente le score moyen du groupe des adoptants. L'indicateur de rentabilité des actifs est le ROA (« return on assets »), qui mesure le taux de rendement de l'actif investi par le rapport entre le résultat net et le total des actifs d'une entreprise. Cet indicateur est exprimé en %.

Lecture : Les groupes de contrôle et les groupes des adoptants ont des tendances similaires jusqu'en 2010, l'année des premières adoptions de contrats RSE.

Source : Cavaco, Crifo et Guidoux (2020).

Cependant, nous constatons que la prise en compte du modèle de gouvernance (orienté vers ses actionnaires ou ses parties prenantes, voir encadré 1) modifie ces résultats. En particulier, pour les entreprises ayant un modèle de gouvernance axé sur les parties prenantes, l'impact négatif des contrats RSE sur les performances financières devient non significatif et l'impact positif sur les indicateurs de performance environnementale et sociale est plus marqué. Cela signifie que pour ce type d'entreprises, les contrats RSE sont complémentaires de la politique de performance financière préalablement menée, tout en améliorant significativement la performance RSE.

À l'inverse, pour les entreprises ayant un modèle axé sur les actionnaires, l'effet positif des contrats RSE est réduit à une amélioration seulement dans le domaine du comportement sur les marchés alors que l'impact négatif sur la performance financière augmente. Ces résultats révèlent donc que les bénéfices des contrats RSE sont plus ambivalents pour ce type d'entreprise.

Conclusion

Cette note examine la prévalence des contrats RSE et leur impact sur les performances des entreprises. Elle identifie les raisons pour lesquelles les entreprises peuvent trouver profitable d'encourager les dirigeants à se préoccuper des gains extra-financiers à long terme et de l'engagement des parties prenantes par le biais d'une politique de bonus spécifique.

Nos résultats montrent, d'une part, que les entreprises

ayant un modèle de gouvernance partenarial orienté vers l'ensemble de leurs parties prenantes capitalisent sur les synergies et les complémentarités possibles entre le dirigeant et les parties prenantes proches (actionnaires) aussi bien que les plus éloignées (clients et communauté) en intégrant des critères de RSE dans la rémunération des dirigeants, ce qui se révèle plus particulièrement bénéfique en termes de performance extra-financière. D'autre part, les entreprises dotées d'un modèle de gouvernance concentré sur les actionnaires ne trouvent pas utile d'orienter les incitations managériales vers les parties prenantes plus éloignées ce qui implique des effets négatifs ou neutres des contrats de rémunération incluant des critères RSE sur la performance financière ou extra-financière.

Cependant, nos résultats mettent en évidence que les critères extra-financiers intégrés dans la rémunération des dirigeants peuvent constituer un nouveau mécanisme complémentaire de gouvernance que les conseils d'administration peuvent utiliser pour inciter les dirigeants à entreprendre des activités créatrices de valeur, à condition que les organes de gouvernance aient des préoccupations de long terme. Face à la pression croissante d'intégrer des pratiques plus durables au sein de l'entreprise, nos résultats peuvent encourager un dialogue plus fort entre l'entreprise et ses différentes parties prenantes afin de cibler les questions Environnementales, Sociales et de Gouvernance (ESG) les plus pertinentes pour leur activité et également permettre de créer une stratégie plus proactive de prise en compte de la performance ESG au sein des organes de gouvernance. Les prochaines assemblées générales vont concrètement devoir montrer si les conseils d'administration ont vraiment pris conscience de ces enjeux de rémunération eu égard au contexte et aux enjeux sanitaire, environnemental et social actuels.

Auteurs

Sandra Cavaco est maître de conférences à l'Université Paris 2.

Patricia Crifo est professeure à l'École polytechnique.

Aymeric Guidoux est consultant.

Etude de référence

Les arguments développés ici sont repris de l'article suivant :

Cavaco, S., Crifo, P. and Guidoux, A. 2020. Corporate Social Responsibility and Governance : The Role of Executive Compensation, *Industrial Relations*, 59 : 240-274.

<https://doi.org/10.1111/irel.12254>.

Cette recherche a été réalisée dans le cadre du Centre interdisciplinaire Energy4Climate (E4C) de l'IP Paris et de l'Ecole des Ponts ParisTech. Les auteurs ont bénéficié du soutien du programme Investissements d'Avenir (ANR-11-IDEX-0003/Labex Ecodec/ANR-11-LABX-0047), de l'IdR « Finance Durable et Investissement Responsable » (Ecole Polytechnique & TSE IDEI), de la chaire « Energie et Prospérité » ainsi que du projet LABEX MME-DII (ANR11-LBX-0023-01). Les auteurs remercient également VigeoEiris pour l'accès à leurs données.

Références bibliographiques

Abowd, J., Kaplan, D. 1999. Executive Compensation : Six Questions that Need Answering, *Journal of Economic Perspectives*, 13, 145-168.

Baker, G., Gibbons, R., Murphy, K. 1994. Subjective performance measures in optimal incentive contracts. *Quarterly Journal of Economics*. 109, 1125-56.

Bénabou, R., Tirole, J. 2016. Bonus culture : Competitive pay, screening, and multitasking. *Journal of Political Economy*. 124(2), 305-370.

Bertrand, M., Mullainathan, S. 2001. Are CEOs rewarded for luck? The ones without principals are. *Quarterly Journal of Economics*. 901-932.

Boisseau, L., Rolland, S. 2020. Les rémunérations des dirigeants, un sujet symbolique en période de crise. *Les Echos*, 18 Juin 2020.

Cavaco, S., Crifo, P. and Guidoux, A. 2020. Corporate Social Responsibility and Governance : The Role of Executive Compensation, *Industrial Relations*, 59 : 240-274.

Cespa, G., Cestone, G. 2007. Corporate social responsibility and managerial entrenchment. *Journal of Economics and Management Strategy*. 16(3), 741-771.

Crifo, P., Rebérioux, A. 2016. Corporate governance and corporate social responsibility : A typology of OECD countries. *Journal of Governance and Regulation*. 5(2), 14-27.

Edmans, A., Fang, V., Huang, A. 2017. The Long-term consequences of short-term incentives. CEPR Discussion Paper No 12305.

Flammer, C, Hong, B, Minor, D. 2019. Corporate governance and the rise of integrating corporate social responsibility criteria in executive compensation : Effectiveness and implications for firm outcomes. *Strategic Management Journal*. 40, 1097- 1122.

Frydman, C., Saks, R. 2010. Executive compensation : A new view from a long-term perspective, 1936-2005. Re-

view of Financial Studies. 23(5), 2099-2138.

Holmström, B., Milgrom, P. 1991. Multitask principal-agent analyses : Incentive contracts, asset ownership, and job design. *Journal of Law, Economics, and Organization*, 7, 24-52.

Maas, K. 2016. Do corporate social performance targets in executive compensation Contribute to corporate social performance? *Journal of Business Ethics*. doi :10.1007/s10551-015-2975-8.

Murphy, K. 1999. Executive compensation. Chapter 38 in *Handbook of Labor Economics*, vol. 3, Part B, 2485-2563.

PRI Principles for Responsible Investment. 2012. Integrating ESG issues into executive pay. United Nations Global Compact & Finance Initiative. 37p.

Sliwka, D. 2007. Trust as a signal of a social norm and the hidden costs of incentive schemes. *American Economic Review*. 97(3), 999-1012.

Notes IPP

Comité éditorial : P. Boyer, A. Bozio, J. Grenet
Editeurs : A. Carrère, A. Guillouzouic