

L'intégration de la responsabilité sociétale de l'entreprise dans la gouvernance et la performance financière : Cadre théorique, synthèse empirique et proposition d'un modèle conceptuel intégrateur

The Integration of Corporate Social Responsibility into Governance and Financial Performance: Theoretical Framework, Empirical Synthesis, and Proposal for an Integrative Conceptual Model

Anass FARIANE

Doctorant chercheur

Laboratoire de Recherche en Comptabilité, Économie, Politique Économique et Management (LARCEPEM)

Faculté des Sciences Juridiques, Économiques et Sociales – Souissi
Université Mohammed V de Rabat, Maroc

Résumé:

La question de savoir si la responsabilité sociétale de l'entreprise (RSE) « paie » demeure l'une des interrogations les plus persistantes des sciences de gestion. Cet article propose une revue structurée des théories explicatives du lien entre RSE et performance financière, une analyse critique des mesures de la performance mobilisées par la littérature empirique, et une synthèse de plus de quatre décennies de travaux, des études fondatrices aux grandes méta-analyses. Il en ressort une relation globalement positive mais modérée, fortement sensible aux facteurs contextuels et aux choix méthodologiques. Sur cette base, l'article développe un modèle conceptuel intégrateur qui articule les quatre dimensions de la RSE (économique, sociale, environnementale et de gouvernance), la qualité de la gouvernance comme variable modératrice, et une batterie multidimensionnelle de mesures de la performance financière. Cinq hypothèses de recherche sont formulées, dont l'hypothèse originale d'un effet modérateur de la qualité de la gouvernance sur la transformation des engagements RSE en performance économique. Le modèle est discuté au regard des spécificités des pays émergents, et notamment du contexte marocain.

Mots-clés : responsabilité sociétale de l'entreprise ; gouvernance d'entreprise ; performance financière ; modèle conceptuel ; effet modérateur ; Maroc.

Abstract:

Whether corporate social responsibility (CSR) “pays” remains one of the most persistent questions in management research. This article provides a structured review of the theories explaining the CSR–financial performance link, a critical analysis of the performance measures used in empirical research, and a synthesis of more than four decades of studies, from seminal works to large-scale meta-analyses. The literature points to a globally positive yet moderate relationship, highly sensitive to contextual factors and methodological choices. On this basis, the article develops an integrative conceptual model articulating the four dimensions of CSR (economic, social, environmental and governance), the quality of corporate governance as a moderating variable, and a multidimensional set of financial performance measures. Five research hypotheses are formulated, including the original

hypothesis of a moderating effect of governance quality on the transformation of CSR commitments into economic performance. The model is discussed in light of the specificities of emerging countries, with particular reference to the Moroccan context.

Keywords: corporate social responsibility; corporate governance; financial performance; conceptual model; moderating effect; Morocco.

Introduction

La question de savoir si la responsabilité sociétale de l'entreprise (RSE) « paie » constitue probablement l'une des interrogations les plus persistantes et les plus controversées des sciences de gestion contemporaines. Comme le soulignent Margolis et Walsh (2003), plus de trente années de recherche n'ont pas permis de trancher définitivement la question de la nature et de l'ampleur du lien entre la performance sociétale et la performance financière des entreprises. Cette question, qui peut paraître circonscrite et technique, soulève en réalité des enjeux théoriques, méthodologiques et empiriques considérables : elle engage la conception même de l'entreprise et de sa finalité, la manière dont la performance doit être définie et mesurée, et les conditions dans lesquelles l'engagement responsable peut — ou non — créer de la valeur économique.

L'intérêt de cette question s'est encore renforcé au cours de la dernière décennie, sous l'effet conjugué de la montée en puissance de l'investissement socialement responsable, de la structuration des cadres réglementaires de reporting extra-financier, et de l'intégration croissante des critères environnementaux, sociaux et de gouvernance (ESG) dans les décisions d'allocation du capital. Pourtant, la littérature empirique, qui compte aujourd'hui plusieurs milliers d'études, présente des résultats parfois contradictoires, qui tiennent autant à la diversité des cadres théoriques mobilisés qu'aux choix méthodologiques opérés dans la mesure de la RSE et de la performance financière.

Cet article poursuit un triple objectif. Premièrement, il propose une revue structurée des théories explicatives du lien entre RSE et performance financière, en distinguant les théories qui prédisent une relation positive (théorie des parties prenantes, approche par les ressources et les compétences, théorie de la gestion du risque), celles qui prédisent une relation négative ou neutre (perspective néoclassique, théorie de l'agence), et les approches contingentes ou curvilinéaires qui permettent de réconcilier les résultats contradictoires. Deuxièmement, il analyse de manière critique les mesures de la performance financière mobilisées par la littérature empirique et les défis méthodologiques transversaux qui affectent l'identification de la relation, au premier rang desquels l'endogénéité. Troisièmement, il propose une synthèse des principaux travaux empiriques — des études fondatrices des années 1970-1980 aux grandes méta-analyses récentes — dont il tire les enseignements nécessaires à la construction d'un modèle conceptuel intégrateur.

La contribution principale de l'article réside dans ce modèle intégrateur, qui articule trois ensembles de variables : les quatre dimensions de la RSE (économique, sociale, environnementale et de gouvernance) comme variables explicatives, la qualité de la gouvernance comme variable modératrice, et une batterie multidimensionnelle de mesures de la performance financière comme variables expliquées. L'originalité du modèle tient à

l'hypothèse d'un effet modérateur de la qualité de la gouvernance : une gouvernance de qualité serait la condition organisationnelle nécessaire pour que les engagements RSE se traduisent effectivement en performance économique, là où une gouvernance défaillante exposerait l'entreprise à des engagements de façade (greenwashing) sans création de valeur réelle. Le modèle est en outre discuté au regard des spécificités des pays émergents — cadre institutionnel en construction, actionnariat concentré, marchés financiers peu liquides — et, plus particulièrement, du contexte marocain, dont la structuration progressive du dispositif institutionnel (code de gouvernance, label RSE de la CGEM) offre un terrain d'observation privilégié.

L'article est organisé en quatre sections. La première section présente les théories explicatives du lien RSE-performance. La deuxième section analyse les mesures de la performance financière et les défis méthodologiques associés. La troisième section propose une synthèse critique des travaux empiriques. La quatrième section développe le modèle conceptuel intégrateur et formule les hypothèses de recherche, avant que la conclusion n'en dégage les apports, les limites et les prolongements possibles.

1. Les théories explicatives du lien entre RSE et performance financière

La littérature académique propose une diversité de théories pour expliquer le lien entre la responsabilité sociétale et la performance financière des entreprises. Ces théories, qui mobilisent des cadres conceptuels variés issus de l'économie, de la stratégie et des sciences de gestion, débouchent sur des prédictions parfois divergentes quant à la nature et à l'ampleur de ce lien. Nous les présentons en distinguant celles qui prédisent une relation positive, celles qui prédisent une relation négative ou neutre, et celles qui proposent une lecture contingente ou curvilinéaire.

1.1. Les théories prédisant une relation positive

La théorie des parties prenantes. La théorie des parties prenantes fournit un premier cadre conceptuel pour expliquer un lien positif entre la RSE et la performance financière. Selon cette approche, l'entreprise dépend de ses différentes parties prenantes pour la création de valeur, et la qualité des relations qu'elle entretient avec elles influence directement sa performance économique. Cornell et Shapiro (1987) ont théorisé cette intuition en montrant que les parties prenantes implicites — au-delà des seuls actionnaires — détiennent des créances implicites sur l'entreprise, dont la valorisation dépend de la confiance qu'elles ont dans la capacité et la volonté de l'entreprise à honorer ses engagements. L'engagement RSE peut dès lors améliorer la performance financière à travers plusieurs canaux : l'engagement envers les salariés (conditions de travail, rémunération équitable, formation) accroît leur motivation et leur productivité tout en réduisant les coûts liés au turnover et à l'absentéisme ; l'engagement envers les clients (qualité des produits, transparence) renforce leur fidélité et leur disposition à payer ; l'engagement envers les fournisseurs améliore la qualité et la fiabilité de la chaîne d'approvisionnement et favorise l'innovation collaborative ; l'engagement envers les communautés et les pouvoirs publics facilite l'obtention des permis d'exploitation et des partenariats stratégiques.

Hillman et Keim (2001) ont affiné cette analyse en distinguant deux types d'engagement RSE : la gestion des parties prenantes (stakeholder management), qui concerne les relations avec les parties prenantes primaires, et l'engagement social (social issue participation), qui recouvre les actions philanthropiques et la participation à des causes sociales plus larges. Selon leurs travaux empiriques, c'est principalement la gestion des parties prenantes, et non l'engagement social, qui est associée à une amélioration de la performance financière. Cette distinction suggère que l'engagement RSE générant le plus de valeur économique est celui qui s'inscrit au cœur des relations commerciales et opérationnelles de l'entreprise, plutôt que celui qui se limite à des actions philanthropiques périphériques.

L'approche par les ressources et les compétences. L'approche par les ressources (Resource-Based View), développée à partir des travaux de Wernerfelt (1984) et de Barney (1991), fournit un deuxième cadre théorique. L'avantage concurrentiel durable d'une entreprise repose sur la possession de ressources et de compétences valorisables, rares, non imitables et non substituables (modèle VRIN) ; l'engagement RSE peut contribuer au développement de telles ressources. Hart (1995) en a proposé une extension — la Natural-Resource-Based View — qui souligne le rôle stratégique des capacités environnementales : la prévention de la pollution (qui réduit les coûts par une utilisation plus efficace des ressources), la gestion responsable des produits tout au long de leur cycle de vie (product stewardship), et le développement durable (qui anticipe les besoins de la transition écologique). Russo et Fouts (1997) ont fourni un soutien empirique important à cette approche en montrant que performances environnementale et financière sont positivement corrélées, particulièrement dans les industries en croissance. Plus récemment, Surroca, Tribó et Waddock (2010) ont mis en évidence le rôle médiateur des ressources intangibles : la performance sociétale n'aurait pas d'effet direct significatif sur la performance financière, mais agirait indirectement à travers le développement de l'innovation, du capital humain, de la réputation et de la culture organisationnelle.

La théorie de la gestion du risque. Un troisième cadre conceptuel met l'accent sur la réduction des risques extra-financiers. L'engagement RSE permettrait à l'entreprise de mieux gérer ses risques environnementaux, sociaux, réputationnels et de gouvernance, ce qui se traduirait par une réduction du coût du capital et une amélioration de la performance de long terme. Godfrey (2005) a proposé que l'engagement philanthropique crée un capital moral (moral capital) qui agit comme une assurance en cas de crise ou de controverse. Les travaux empiriques confortent cette lecture : El Ghoul, Guedhami, Kwok et Mishra (2011) montrent, sur plus de 12 000 observations d'entreprises américaines (1992-2007), que les entreprises ayant une meilleure performance sociétale bénéficient d'un coût des fonds propres significativement plus faible ; Sharfman et Fernando (2008) parviennent à des conclusions similaires pour la gestion des risques environnementaux. Cette théorie s'articule enfin avec la théorie de la réputation, développée par Diamond (1989) dans le contexte des marchés du crédit et appliquée à la RSE par Fombrun, Gardberg et Barnett (2000) : la réputation constitue un actif intangible qui se construit lentement et peut être détruit rapidement par des manquements sociétaux ou éthiques — une analyse particulièrement pertinente dans un contexte d'exposition médiatique accrue des entreprises.

1.2. Les théories prédisant une relation négative ou neutre

La perspective néoclassique et la théorie de l'agence. La perspective néoclassique, exprimée de manière emblématique par Friedman (1970), soutient que l'engagement RSE constitue un coût supplémentaire qui pèse négativement sur la performance financière : les ressources consacrées à la RSE seraient détournées du développement de l'activité économique principale, au détriment des actionnaires. Cette position est cohérente avec la théorie de l'agence, selon laquelle les dirigeants peuvent être tentés d'utiliser l'engagement RSE pour promouvoir leurs intérêts personnels — prestige, pouvoir, satisfaction morale — au détriment des actionnaires (Donaldson, 1990). Wright et Ferris (1997) ont fourni un soutien empirique à cette perspective en montrant, sur un échantillon d'entreprises ayant désinvesti d'Afrique du Sud à l'époque de l'apartheid, que ces désinvestissements étaient associés à des rendements anormaux négatifs, ce qui suggère que les engagements éthiques peuvent avoir un coût pour les actionnaires. Plus généralement, plusieurs travaux montrent que les engagements RSE non alignés avec la stratégie de l'entreprise, ou ne créant pas de valeur économique identifiable, peuvent effectivement peser sur la performance financière. Ces résultats invitent à nuancer la thèse d'une relation positive systématique et à analyser plus finement les conditions dans lesquelles l'engagement responsable génère de la valeur.

1.3. Les approches contingentes et curvilinéaires

La théorie de la capacité d'influence des parties prenantes. Barnett (2007) a proposé une analyse théorique influente qui réconcilie les résultats contradictoires de la littérature. Selon lui, la rentabilité de l'engagement RSE dépend de la capacité d'influence des parties prenantes (stakeholder influence capacity), c'est-à-dire de leur capacité à reconnaître, à valoriser et à récompenser les engagements responsables des entreprises. Lorsque cette capacité est élevée — parce que l'entreprise jouit déjà d'une bonne réputation, opère dans un secteur où les enjeux RSE sont visibles, ou fait face à des parties prenantes organisées et informées —, l'engagement RSE est susceptible de générer des bénéfices financiers significatifs ; lorsqu'elle est faible, il peut représenter un coût net. La relation entre RSE et performance financière n'est donc ni systématiquement positive, ni systématiquement négative : elle dépend de variables contingentes, dans la lignée des approches contingentes du management stratégique.

Les relations curvilinéaires. Au-delà des théories prédisant une relation linéaire, plusieurs travaux ont proposé une relation en U inversé : la performance financière augmenterait avec l'engagement RSE jusqu'à un certain niveau, puis diminuerait au-delà. Les premiers efforts en matière de RSE généreraient des bénéfices significatifs (réduction des risques, amélioration de la réputation, développement de capacités organisationnelles), tandis que les efforts supplémentaires au-delà d'un certain seuil deviendraient moins rentables, voire contre-productifs (coûts marginaux croissants, distraction de l'activité principale). Cette approche suggère l'existence d'un niveau optimal d'engagement RSE propre à chaque entreprise, fonction de ses caractéristiques (secteur, structure de propriété, taille, culture organisationnelle) et de son environnement (intensité concurrentielle, attentes des parties prenantes, cadre réglementaire).

1.4. Synthèse

La diversité des théories explicatives reflète la complexité du phénomène étudié et la pluralité des mécanismes en jeu. Ces théories ne sont pas mutuellement exclusives : la théorie des parties prenantes met en évidence les bénéfices liés à l'amélioration des relations avec les parties prenantes ; l'approche par les ressources souligne le rôle de la RSE dans le développement de capacités organisationnelles spécifiques ; la théorie de la gestion du risque insiste sur la réduction de l'exposition aux risques extra-financiers ; la perspective néoclassique rappelle les coûts de l'engagement RSE et les configurations dans lesquelles ils peuvent l'emporter sur les bénéfices ; l'approche de la capacité d'influence propose une lecture contingente qui réconcilie les résultats contradictoires. La question pertinente n'est donc plus de savoir si la RSE est positivement ou négativement liée à la performance financière, mais de comprendre dans quelles conditions, à travers quels mécanismes et avec quelle intensité l'engagement responsable peut contribuer — ou non — à la performance économique. Cette complexité conceptuelle a des implications directes pour la mesure de la performance et la conception des dispositifs empiriques, examinées dans les deux sections suivantes.

2. La mesure de la performance financière : un enjeu méthodologique central

La mesure de la performance financière constitue un enjeu méthodologique majeur des travaux empiriques sur le lien entre RSE et performance économique. La littérature a mobilisé une grande variété d'indicateurs, qui peuvent être regroupés en trois grandes catégories — indicateurs comptables, indicateurs boursiers et indicateurs de création de valeur —, chacune présentant des avantages et des limites spécifiques.

2.1. Les mesures comptables

Les mesures comptables reposent sur les états financiers de l'entreprise et présentent l'avantage d'être disponibles pour toutes les entreprises, cotées ou non, de couvrir des périodes longues et de refléter la performance opérationnelle. Le rendement de l'actif (ROA), ratio entre le résultat net (ou l'EBIT) et le total de l'actif, mesure l'efficacité avec laquelle l'entreprise utilise ses actifs et neutralise l'effet de la taille, ce qui en fait l'une des mesures les plus utilisées. Le rendement des fonds propres (ROE), ratio entre le résultat net et les capitaux propres, mesure la rentabilité des capitaux investis par les actionnaires, mais il est influencé par la structure financière (effet de levier). Le rendement du capital investi (ROIC) rapporte le résultat opérationnel après impôt au capital total mobilisé, indépendamment de la structure financière. Les marges (brute, d'exploitation, nette), enfin, rapportent la rentabilité au chiffre d'affaires et se prêtent aux comparaisons intrasectorielles. Ces mesures présentent toutefois plusieurs limites : elles offrent une vision rétrospective de la performance, fondée sur des transactions passées ; elles peuvent être manipulées par les choix comptables (gestion des résultats), notamment lorsque la gouvernance est défaillante ; elles sont sensibles aux différences sectorielles et internationales de pratiques comptables ; et elles ne capturent pas pleinement la valeur des actifs intangibles (capital humain, réputation, marques), qui constituent pourtant une part croissante de la valeur des entreprises contemporaines.

2.2. Les mesures boursières

Les mesures boursières reposent sur les cours de bourse et la capitalisation des entreprises cotées, et présentent l'avantage de refléter les anticipations des investisseurs sur les perspectives futures de l'entreprise. Le rendement boursier total (TSR) intègre l'évolution du cours et les dividendes versés, et constitue la mesure la plus directe de la performance pour l'actionnaire. Le Q de Tobin, ratio entre la valeur de marché de l'entreprise et la valeur de remplacement de ses actifs, mesure la valeur créée au-delà des actifs physiques et se révèle particulièrement utile pour capturer la valeur des intangibles ; le price-to-book ratio et le price-earnings ratio en constituent des déclinaisons simplifiées. Ces mesures présentent cependant trois limites principales : elles ne sont disponibles que pour les entreprises cotées ; elles peuvent être influencées par des facteurs exogènes (conjoncture, sentiment de marché, mouvements spéculatifs) ; et elles peuvent être affectées par les inefficiences des marchés financiers, qui ne reflètent pas toujours fidèlement la valeur fondamentale des entreprises — les travaux fondateurs de Modigliani et Miller (1958) et le modèle à trois facteurs de Fama et French (1993) ayant précisément éclairé les déterminants des rendements boursiers au-delà de la seule performance de l'entreprise.

2.3. Les mesures de création de valeur

Les mesures de création de valeur, développées à partir des années 1990 sous l'influence des travaux de Rappaport (1986) et de Stewart (1991), visent à dépasser les limites des mesures comptables et boursières en intégrant le coût du capital. La valeur économique ajoutée (EVA), différence entre le résultat opérationnel après impôt et le coût du capital investi, mesure la valeur créée au-delà de la rémunération attendue par les apporteurs de capitaux. La valeur de marché ajoutée (MVA), différence entre la valeur de marché de l'entreprise et le capital investi, correspond à la valeur actualisée des EVA futures. Le cash-flow opérationnel et le free cash-flow, moins sensibles aux choix comptables que les indicateurs de résultat, complètent cette famille. Ces mesures offrent une vision plus complète de la performance économique, mais leur calcul repose sur des estimations sujettes à interprétation — notamment celle du coût du capital — et dépend fortement des hypothèses retenues.

2.4. Les défis méthodologiques transversaux

Au-delà du choix des indicateurs, plusieurs défis méthodologiques transversaux affectent l'identification du lien entre RSE et performance financière. Le premier concerne l'horizon temporel : les effets de l'engagement RSE se manifestent avec des délais variables — certains sont quasi immédiats (réduction des coûts liés à l'efficacité énergétique), d'autres ne se déploient que sur le long terme (construction d'une réputation, développement de capacités organisationnelles) —, ce qui plaide pour des analyses longitudinales sur des périodes suffisamment longues.

Le deuxième défi, probablement le plus complexe, concerne l'endogénéité. Celle-ci résulte de la causalité réciproque entre RSE et performance (les entreprises performantes peuvent investir davantage dans la RSE, tout autant que la RSE peut améliorer la performance), de l'omission de variables corrélées aux deux termes de la relation (qualité du management, culture organisationnelle, investissements en R&D et en publicité, comme l'ont

montré McWilliams et Siegel, 2000), et des biais de sélection. Son traitement requiert des méthodologies sophistiquées : variables instrumentales, modèles à effets fixes, modèles dynamiques, méthodes d'appariement (propensity score matching).

Le troisième défi tient à l'hétérogénéité des entreprises : les analyses agrégées appliquant un modèle uniforme à un échantillon hétérogène peuvent masquer des effets différenciés, ce qui a conduit au développement d'analyses sectorielles, d'analyses par groupes et par classes latentes. Le quatrième défi concerne l'asymétrie des effets : les manquements à la RSE (controverses, scandales, sanctions) ont souvent des effets négatifs plus importants que les effets positifs des bonnes pratiques, ce qui invite à distinguer les forces (CSR strengths) des faiblesses (CSR concerns) plutôt que de les agréger dans un score net. Le cinquième défi, enfin, concerne la mesure de l'engagement RSE lui-même : les notations extra-financières offrent une couverture large mais divergent sensiblement entre agences (Saadaoui et Soobaroyen, 2018) ; les rapports d'entreprise sont riches mais exposés aux biais d'auto-déclaration ; les bases académiques (KLD, Asset4) offrent une comparabilité temporelle mais une couverture géographique et sectorielle limitée. Ces défis contribuent à expliquer une partie des divergences observées entre les résultats empiriques, et invitent à une lecture critique des travaux présentés dans la section suivante.

3. Quatre décennies de travaux empiriques : une synthèse critique

La question du lien entre la RSE et la performance financière a fait l'objet d'une littérature empirique considérable, qui s'étend sur plus de quatre décennies et compte plusieurs milliers d'études. Cette littérature présente des résultats parfois contradictoires, ce qui a stimulé le développement de méta-analyses et de synthèses systématiques visant à dégager les tendances générales.

3.1. Des travaux fondateurs aux grandes méta-analyses

Les premiers travaux empiriques remontent aux années 1970-1980. Cochran et Wood (1984), dans une étude pionnière, ont mis en évidence une corrélation positive faible — mais peu robuste au contrôle de l'âge des actifs — entre performance sociale (mesurée par la réputation) et performance financière. Aupperle, Carroll et Hatfield (1985), à partir d'une mesure originale fondée sur les attitudes des dirigeants, n'ont pas mis en évidence de relation significative. Ces travaux fondateurs ont établi le champ de recherche tout en révélant les difficultés méthodologiques considérables liées à la mesure de la performance sociétale et à l'identification des relations causales.

Les années 1990 ont marqué une étape importante, avec notamment l'étude fondatrice de Waddock et Graves (1997), qui, s'appuyant sur la base KLD, a testé deux hypothèses causales : l'hypothèse des ressources disponibles (slack resources), selon laquelle les entreprises financièrement performantes disposent de plus de ressources pour s'engager dans la RSE, et l'hypothèse de la performance sociale comme antécédent de la performance financière. Leurs résultats soutiennent les deux hypothèses et suggèrent l'existence d'un « cercle vertueux » (virtuous circle) entre performance sociétale et performance financière. McWilliams et Siegel (2000) ont toutefois montré que l'effet apparent de la RSE peut disparaître lorsque le modèle économétrique est correctement spécifié — notamment lorsque

l'investissement en R&D et en publicité est contrôlé —, résultat qui invite à une grande prudence dans l'interprétation des corrélations observées.

Les méta-analyses ont ensuite permis de dégager les tendances d'ensemble. Celle d'Orlitzky, Schmidt et Rynes (2003), agréant 52 études, met en évidence une corrélation positive et significative, plus forte pour les mesures comptables que pour les mesures boursières, et plus forte pour les mesures de réputation que pour les indicateurs spécifiques de performance sociale ; elle a contribué à dissiper l'idée d'une relation neutre ou ambiguë. Margolis et Walsh (2003), à travers une revue systématique de 127 études (1972-2002), confirment la prédominance des résultats positifs tout en soulignant les limites méthodologiques de la littérature ; l'actualisation de Margolis, Elfenbein et Walsh (2009), portant sur 167 études (1972-2007), confirme une relation positive mais modérée (effet de taille moyen d'environ 0,13) — une ampleur qui n'est ni systématique ni de grande envergure, et qui demeure sensible aux conditions contextuelles. Griffin et Mahon (1997), Wu (2006) et Van Beurden et Gössling (2008) aboutissent à des conclusions convergentes, en soulignant la diversité des résultats selon les méthodologies et le rôle de variables modératrices comme la taille. Enfin, la méta-analyse de Friede, Busch et Bassen (2015), probablement la plus exhaustive à ce jour avec plus de 2 000 études agrégées, montre qu'environ 90 % des études concluent à une relation non négative entre facteurs ESG et performance financière, la majorité concluant à une relation positive.

Plusieurs études singulières méritent une mention particulière. Eccles, Ioannou et Serafeim (2014) montrent, sur une période de 18 ans, que les entreprises « high sustainability » — qui ont adopté de manière précoce et substantielle des pratiques de durabilité — surperforment significativement les entreprises « low sustainability », tant en termes boursiers que comptables, grâce à une meilleure intégration des enjeux de durabilité dans la gouvernance, à un horizon temporel plus long et à une meilleure prise en compte des parties prenantes. Nelling et Webb (2009), réexaminant le cercle vertueux à l'aide de modèles à effets fixes, soulignent la sensibilité des résultats à la dynamique temporelle ; Lin, Yang et Liou (2009) documentent, dans le contexte taïwanais, des spécificités liées à la culture nationale et au contexte institutionnel.

3.2. Médiateurs et modérateurs : vers une analyse plus fine

Au-delà du constat d'une relation globalement positive, la littérature récente s'efforce d'identifier les médiateurs et modérateurs qui structurent la relation. Une première catégorie concerne les médiateurs liés aux ressources organisationnelles : comme l'ont montré Surroca, Tribó et Waddock (2010), l'engagement RSE génère de la valeur principalement à travers le développement de ressources intangibles (capital humain, innovation, réputation, capital relationnel), ce qui appelle des méthodologies de médiation spécifiques (équations structurelles, tests de Sobel, bootstrap). Une deuxième catégorie regroupe les modérateurs liés aux caractéristiques de l'entreprise : la taille (les grandes entreprises bénéficient davantage de leur engagement, du fait de leur visibilité et de leur capacité à mobiliser des ressources spécialisées), le secteur d'activité (les secteurs à fort impact environnemental ou social font face à des attentes plus élevées), et la structure de propriété (entreprises familiales, actionnariat concentré ou étatique présentent des dynamiques spécifiques). Une troisième

catégorie concerne l'environnement institutionnel et culturel : dans les pays à institutions faibles, l'engagement RSE peut jouer un rôle de substitution institutionnelle, en compensant les défaillances des dispositifs publics ; dans les pays à institutions fortes, il intervient en complément et permet une différenciation sur des enjeux non couverts par la régulation.

Une quatrième catégorie — centrale pour le modèle proposé dans cet article — concerne le rôle modérateur de la gouvernance. Plusieurs études récentes montrent que la qualité de la gouvernance influence significativement l'efficacité de la transformation des engagements RSE en performance financière. Une gouvernance de qualité, caractérisée par l'indépendance des organes de contrôle, la transparence, l'alignement des intérêts et la prise en compte des parties prenantes, constitue un cadre favorable à une mise en œuvre cohérente et stratégique des engagements RSE. À l'inverse, une gouvernance défaillante peut conduire à des engagements de façade (greenwashing), déconnectés de la stratégie globale, voire instrumentalisés à des fins de communication externe sans transformation réelle des pratiques internes.

3.3. La RSE et la performance dans les pays émergents : le cas du Maroc

La grande majorité des travaux empiriques a été conduite dans les pays développés, et notamment aux États-Unis, au Royaume-Uni et en Europe continentale. Les recherches portant sur les pays émergents, bien qu'en développement rapide, demeurent relativement peu nombreuses au regard du poids économique de ces pays — dissymétrie qui constitue à la fois une limite (la transposition des résultats n'est pas évidente) et une opportunité de recherche. Trois spécificités des contextes émergents méritent d'être soulignées. Premièrement, le cadre institutionnel y est généralement moins développé, ce qui peut renforcer le rôle de la RSE comme dispositif de signalement de la qualité de la gestion et de construction de la confiance ; plusieurs études conduites en Inde, en Chine, au Brésil ou en Afrique du Sud ont mis en évidence des effets positifs parfois plus importants que dans les pays développés. Deuxièmement, la structure du capitalisme y est spécifique : actionnariat concentré (familles, État, investisseurs locaux), marchés financiers moins liquides — donc mécanismes de discipline externe affaiblis —, et hybridation des pratiques sous l'influence des multinationales étrangères. Troisièmement, les attentes des parties prenantes y diffèrent : les enjeux sociaux et économiques fondamentaux (pauvreté, éducation, santé, infrastructures) peuvent primer sur les enjeux environnementaux globaux, et les pratiques philanthropiques traditionnelles coexistent avec les approches modernes de la RSE, ce qui invite à adapter les outils de mesure aux réalités locales.

Le Maroc offre à cet égard un terrain d'étude particulièrement intéressant. La proximité avec l'Europe, principal partenaire commercial du Royaume, expose les entreprises marocaines aux exigences européennes de durabilité, notamment dans les chaînes d'approvisionnement. L'engagement du pays sur la scène internationale (organisation de la COP22 en 2016, ambitions en matière d'énergies renouvelables) et la structuration progressive du cadre national (loi sur les sociétés anonymes, code de gouvernance, label RSE de la CGEM) composent un dispositif institutionnel relativement avancé pour un pays émergent. Les rares études empiriques conduites dans le contexte marocain ont produit des résultats globalement convergents avec la littérature internationale — un effet positif modéré de

l'engagement RSE sur la performance financière, particulièrement marqué pour les entreprises labellisées CGEM et pour celles cotées à la Bourse de Casablanca —, mais elles reposent encore sur des échantillons limités et des méthodologies relativement simples, et méritent d'être approfondies par des recherches plus systématiques.

3.4. Enseignements

Cinq enseignements majeurs se dégagent de cette synthèse. Premièrement, il existe une relation globalement positive mais d'intensité modérée entre RSE et performance financière, observée tant pour les mesures comptables que boursières, avec une intensité plus forte pour les premières. Deuxièmement, cette relation est sensible à de nombreux facteurs contextuels — caractéristiques de l'entreprise, de l'environnement et de l'engagement RSE lui-même —, ce qui plaide pour une approche contingente plutôt qu'universaliste. Troisièmement, la littérature suggère un cercle vertueux fait de causalités bidirectionnelles, dont le traitement économétrique exige la prise en compte de l'endogénéité. Quatrièmement, les dimensions extra-financières jouent un rôle croissant dans la création de valeur de long terme, ce qui justifie leur intégration dans les processus de gouvernance et les outils de pilotage. Cinquièmement — et c'est le fondement empirique du modèle proposé ci-après —, la gouvernance exerce un rôle modérateur essentiel : elle est la condition pour que les engagements RSE se traduisent en pratiques alignées avec la stratégie et génératrices de valeur, quand une gouvernance défaillante expose au greenwashing destructeur de valeur.

4. Proposition d'un modèle conceptuel intégrateur et hypothèses de recherche

Sur la base des développements théoriques et empiriques qui précèdent, cette section propose un modèle conceptuel intégrateur de la relation entre RSE-gouvernance et performance financière, et formule les hypothèses de recherche susceptibles d'être testées empiriquement, notamment dans le contexte des entreprises marocaines.

4.1. L'architecture du modèle

Le modèle articule trois ensembles de variables, complétés par des variables de contrôle. Les variables explicatives correspondent aux quatre dimensions de la RSE : la dimension économique (qualité des produits, prévention de la corruption, pratiques commerciales loyales), la dimension sociale (relations avec les salariés, droits humains, développement local), la dimension environnementale (gestion environnementale, transition énergétique, économie circulaire) et la dimension gouvernance (composition du conseil d'administration, transparence, dialogue avec les parties prenantes). Cette décomposition fine permet d'analyser les effets différenciés de chaque dimension sur la performance financière, conformément aux enseignements d'une littérature qui souligne l'hétérogénéité de ces effets.

La variable modératrice correspond à la qualité globale de la gouvernance de l'entreprise, mesurée par un indice composite intégrant : la composition et le fonctionnement du conseil d'administration (taille, indépendance, diversité, fréquence des réunions) ; la structure de propriété (concentration, nature des actionnaires de référence) ; les dispositifs de rémunération des dirigeants (composition, alignement avec la performance) ; la transparence financière et extra-financière (qualité du reporting, vérification externe) ; et les droits des

actionnaires minoritaires. Les variables expliquées mobilisent, de manière complémentaire, les mesures identifiées dans la deuxième section : le ROA et le ROE comme mesures comptables principales, le TSR et le Q de Tobin comme mesures boursières pour les entreprises cotées, l'EVA pouvant être mobilisée dans des analyses spécifiques. Cette approche multidimensionnelle permet de tester la robustesse des résultats à travers différentes conceptions de la performance. Les variables de contrôle, enfin, correspondent aux principaux facteurs reconnus par la littérature : taille (logarithme de l'actif total ou du chiffre d'affaires), secteur d'activité (variables muettes sectorielles), structure financière (ratio d'endettement), âge de l'entreprise et intensité de la R&D.

4.2. Les hypothèses de recherche

L'hypothèse principale, qui correspond à la problématique générale, peut être énoncée comme suit :

Hypothèse principale (H) : l'intégration de la RSE dans la gouvernance de l'entreprise exerce une influence positive sur sa performance financière.

Cette hypothèse principale se décline en cinq hypothèses secondaires.

H1 : la dimension économique de la RSE exerce une influence positive sur la performance financière.

Les engagements relatifs à la qualité des produits, à la prévention de la corruption et aux pratiques commerciales loyales renforcent la confiance des clients, des fournisseurs et des partenaires, et se traduisent par des relations commerciales plus stables et plus profitables — en cohérence avec les créances implicites de Cornell et Shapiro (1987) et la gestion des parties prenantes primaires de Hillman et Keim (2001).

H2 : la dimension sociale de la RSE exerce une influence positive sur la performance financière.

Les engagements relatifs aux conditions de travail, à la formation, à la diversité et aux droits humains renforcent la motivation, l'engagement et la productivité des salariés, tout en réduisant les coûts liés au turnover et à l'absentéisme.

H3 : la dimension environnementale de la RSE exerce une influence positive sur la performance financière.

Les engagements de gestion environnementale (réduction des émissions, efficacité énergétique, économie circulaire) réduisent les coûts opérationnels, améliorent la réputation et anticipent les évolutions réglementaires — en cohérence avec la Natural-Resource-Based View de Hart (1995) et les résultats de Russo et Fouts (1997).

H4 : la dimension gouvernance (au sens étroit) exerce une influence positive sur la performance financière.

Une bonne gouvernance — transparence, indépendance des organes de contrôle, alignement des intérêts, respect des droits des parties prenantes — réduit les coûts d'agence, facilite l'accès aux capitaux à des conditions favorables et améliore la qualité des décisions stratégiques.

H5 : la qualité de la gouvernance modère positivement la relation entre l'engagement RSE et la performance financière.

Cette hypothèse, la plus originale et la plus complexe du modèle, repose sur l'idée qu'une gouvernance de qualité est nécessaire pour que les engagements RSE se traduisent effectivement en pratiques alignées avec les objectifs stratégiques et génératrices de valeur économique. En son absence, les engagements RSE risquent de rester de façade ou d'être mal alignés avec la stratégie, ce qui peut limiter, voire annuler, leurs effets positifs. Elle est cohérente avec l'analyse de Barnett (2007) sur la capacité d'influence des parties prenantes et avec l'idée que la valeur générée par la RSE dépend des conditions organisationnelles de sa mise en œuvre.

4.3. Implications méthodologiques et contextualisation

Le test de ces hypothèses emporte trois exigences méthodologiques. La première concerne les données : il requiert des mesures fiables et comparables des dimensions de la RSE, de la qualité de la gouvernance et de la performance financière, ce qui suppose le recours à des bases spécialisées et une démarche rigoureuse de construction et de validation des indicateurs. La deuxième concerne l'économétrie : la prise en compte de l'endogénéité, de la causalité réciproque et des effets différés appelle des modèles à effets fixes, des variables instrumentales ou des modèles dynamiques ; le test de H5 requiert spécifiquement des modèles d'interaction, qui permettent d'analyser la manière dont l'effet de la RSE varie selon le niveau de qualité de la gouvernance. La troisième concerne la contextualisation : dans un contexte comme celui du Maroc, les caractéristiques particulières du tissu économique — importance des entreprises familiales, présence d'actionnaires étatiques, taille modeste du marché financier, spécificités du cadre institutionnel — doivent être intégrées dans la construction des indicateurs et dans l'interprétation des résultats, afin de produire des conclusions et des recommandations adaptées à la réalité des entreprises étudiées.

Conclusion

Cet article s'est attaché à faire le point sur l'une des questions les plus débattues des sciences de gestion : le lien entre la responsabilité sociétale de l'entreprise et sa performance financière. Trois apports principaux s'en dégagent. Sur le plan théorique, la mise en regard des théories prédisant une relation positive (parties prenantes, ressources et compétences, gestion du risque), des théories prédisant une relation négative ou neutre (perspective néoclassique, théorie de l'agence) et des approches contingentes (capacité d'influence des parties prenantes, relations curvilinéaires) montre que ces cadres ne sont pas mutuellement exclusifs mais complémentaires : ils déplacent la question du « si » vers le « dans quelles conditions ». Sur le plan empirique, la synthèse de quatre décennies de travaux — des études fondatrices aux méta-analyses portant sur plus de 2 000 études — établit une relation globalement positive mais modérée, plus marquée pour les mesures comptables, sensible aux facteurs contextuels et traversée de causalités bidirectionnelles. Sur le plan conceptuel, enfin, l'article propose un modèle intégrateur dont l'originalité réside dans le rôle modérateur attribué à la qualité de la gouvernance : celle-ci conditionne la transformation des engagements RSE en performance économique, et son absence expose l'entreprise au greenwashing destructeur de valeur.

Ce travail présente des limites qui dessinent autant de pistes de recherche. En tant que revue de littérature adossée à un modèle conceptuel, il n'apporte pas encore de validation empirique : le test des hypothèses H1 à H5 — et singulièrement de l'hypothèse d'interaction

H5 — constitue le prolongement naturel de la démarche. Ce test requiert la construction d'indicateurs contextualisés des dimensions de la RSE et de la qualité de la gouvernance, la mobilisation de mesures multidimensionnelles de la performance, et un traitement économétrique rigoureux de l'endogénéité. Le contexte marocain, où la structuration institutionnelle de la RSE (label CGEM, code de gouvernance) coexiste avec un actionnariat concentré et un marché financier de taille modeste, offre un terrain particulièrement fécond pour une telle investigation : il permettrait à la fois d'éprouver la validité externe des résultats obtenus dans les pays développés et d'enrichir une littérature sur les pays émergents encore lacunaire. Au-delà, l'exploitation de données massives sur les pratiques RSE, la distinction systématique entre bonnes pratiques et manquements, et le développement de méthodes d'identification causale plus robustes constituent les frontières méthodologiques du champ.

Bibliographie

Aupperle, K. E., Carroll, A. B., & Hatfield, J. D. (1985). An empirical examination of the relationship between corporate social responsibility and profitability. *Academy of Management Journal*, 28(2), 446-463.

Barnett, M. L. (2007). Stakeholder influence capacity and the variability of financial returns to corporate social responsibility. *Academy of Management Review*, 32(3), 794-816.

Barney, J. (1991). Firm resources and sustained competitive advantage. *Journal of Management*, 17(1), 99-120.

Cochran, P. L., & Wood, R. A. (1984). Corporate social responsibility and financial performance. *Academy of Management Journal*, 27(1), 42-56.

Cornell, B., & Shapiro, A. C. (1987). Corporate stakeholders and corporate finance. *Financial Management*, 16(1), 5-14.

Diamond, D. W. (1989). Reputation acquisition in debt markets. *Journal of Political Economy*, 97(4), 828-862.

Donaldson, L. (1990). The ethereal hand: Organizational economics and management theory. *Academy of Management Review*, 15(3), 369-381.

Eccles, R. G., Ioannou, I., & Serafeim, G. (2014). The impact of corporate sustainability on organizational processes and performance. *Management Science*, 60(11), 2835-2857.

El Ghoul, S., Guedhami, O., Kwok, C. C. Y., & Mishra, D. R. (2011). Does corporate social responsibility affect the cost of capital? *Journal of Banking & Finance*, 35(9), 2388-2406.

Fama, E. F., & French, K. R. (1993). Common risk factors in the returns on stocks and bonds. *Journal of Financial Economics*, 33(1), 3-56.

Fombrun, C. J., Gardberg, N. A., & Barnett, M. L. (2000). Opportunity platforms and safety nets: Corporate citizenship and reputational risk. *Business and Society Review*, 105(1), 85-106.

Friede, G., Busch, T., & Bassen, A. (2015). ESG and financial performance: Aggregated evidence from more than 2000 empirical studies. *Journal of Sustainable Finance & Investment*, 5(4), 210-233.

Friedman, M. (1970, 13 septembre). The social responsibility of business is to increase its profits. The New York Times Magazine.

Godfrey, P. C. (2005). The relationship between corporate philanthropy and shareholder wealth: A risk management perspective. *Academy of Management Review*, 30(4), 777-798.

Griffin, J. J., & Mahon, J. F. (1997). The corporate social performance and corporate financial performance debate: Twenty-five years of incomparable research. *Business and Society*, 36(1), 5-31.

Hart, S. L. (1995). A natural-resource-based view of the firm. *Academy of Management Review*, 20(4), 986-1014.

Hillman, A. J., & Keim, G. D. (2001). Shareholder value, stakeholder management, and social issues: What's the bottom line? *Strategic Management Journal*, 22(2), 125-139.

Lin, C.-H., Yang, H.-L., & Liou, D.-Y. (2009). The impact of corporate social responsibility on financial performance: Evidence from business in Taiwan. *Technology in Society*, 31(1), 56-63.

Margolis, J. D., & Walsh, J. P. (2003). Misery loves companies: Rethinking social initiatives by business. *Administrative Science Quarterly*, 48(2), 268-305.

Margolis, J. D., Elfenbein, H. A., & Walsh, J. P. (2009). Does it pay to be good... and does it matter? A meta-analysis of the relationship between corporate social and financial performance. Document de travail, Harvard University.

McWilliams, A., & Siegel, D. (2000). Corporate social responsibility and financial performance: Correlation or misspecification? *Strategic Management Journal*, 21(5), 603-609.

Modigliani, F., & Miller, M. H. (1958). The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. *American Economic Review*, 48(3), 261-297.

Nelling, E., & Webb, E. (2009). Corporate social responsibility and financial performance: The « virtuous circle » revisited. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 32(2), 197-209.

Orlitzky, M., Schmidt, F. L., & Rynes, S. L. (2003). Corporate social and financial performance: A meta-analysis. *Organization Studies*, 24(3), 403-441.

Rappaport, A. (1986). Creating shareholder value. Free Press.

Russo, M. V., & Fouts, P. A. (1997). A resource-based perspective on corporate environmental performance and profitability. *Academy of Management Journal*, 40(3), 534-559.

Saadaoui, K., & Soobaroyen, T. (2018). An analysis of the methodologies adopted by CSR rating agencies. *Sustainability Accounting, Management and Policy Journal*, 9(1), 43-62.

Sharfman, M. P., & Fernando, C. S. (2008). Environmental risk management and the cost of capital. *Strategic Management Journal*, 29(6), 569-592.

Stewart, G. B. (1991). The quest for value. HarperBusiness.

Surroca, J., Tribó, J. A., & Waddock, S. (2010). Corporate responsibility and financial performance: The role of intangible resources. *Strategic Management Journal*, 31(5), 463-490.

Van Beurden, P., & Gössling, T. (2008). The worth of values: A literature review on the relation between corporate social and financial performance. *Journal of Business Ethics*, 82(2), 407-424.

Waddock, S. A., & Graves, S. B. (1997). The corporate social performance–financial performance link. *Strategic Management Journal*, 18(4), 303-319.

Wernerfelt, B. (1984). A resource-based view of the firm. *Strategic Management Journal*, 5(2), 171-180.

Wright, P., & Ferris, S. P. (1997). Agency conflict and corporate strategy: The effect of divestment on corporate value. *Strategic Management Journal*, 18(1), 77-83.

Wu, M. L. (2006). Corporate social performance, corporate financial performance, and firm size: A meta-analysis. *Journal of American Academy of Business*, 8(1), 163-171.