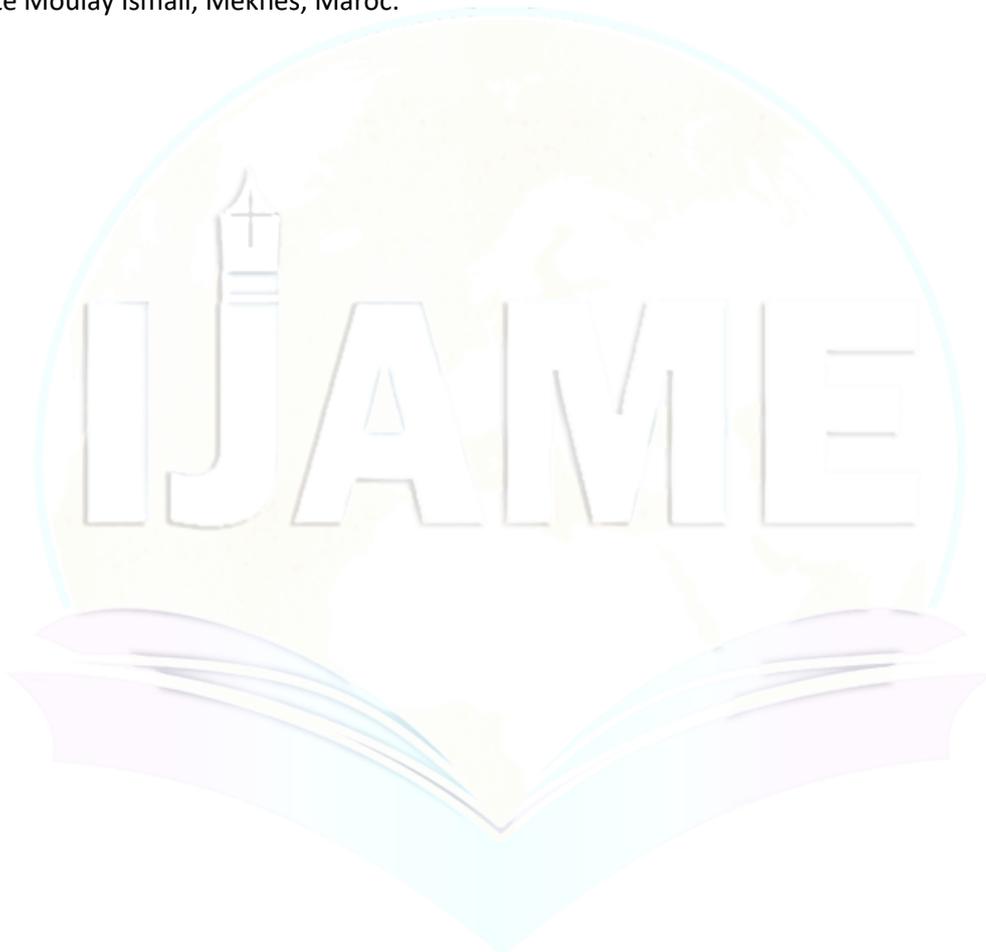


Impact des facteurs environnementaux, sociaux et de gouvernance (ESG) sur la performance de l'entreprise : Proposition d'un modèle conceptuel

Impact of environmental, social and governance (ESG) factors on corporate performance: proposal for a conceptual model.

- **AUTEUR 1** : EL JAAFARI El Mehdi,
- **AUTEUR 2** : EL HIRI Abderrazak,
- **AUTEUR 3** : BADRE El Mehdi,

- (1) Doctorant chercheur en sciences économiques et gestion à la Faculté des Sciences Economiques Juridiques et Sociales, Université Sidi Mohamed Ben Abdellah, Fès , Maroc.
- (2) Enseignant chercheur à la Faculté des Sciences Economiques Juridiques et Sociales, Université Sidi Mohamed Ben Abdellah, Fès, Maroc.
- (3) Docteur en sciences de gestion à la Faculté des Sciences Economiques Juridiques et Sociales, Université Moulay Ismail, Meknès, Maroc.



Conflit d'intérêt : L'auteur ne signale aucun conflit d'intérêt.

Pour citer cet article : EL JAAFARI .M, EL HIRI .A & BADRE .M (2025) « Impact des facteurs environnementaux, sociaux et de gouvernance (ESG) sur la performance de l'entreprise : Proposition d'un modèle conceptuel»,

IJAME : Volume 02, N° 13 | Pp: 230 – 261.

Date de soumission : Mars 2025

Date de publication : Avril 2025



DOI : 10.5281/zenodo.15188894

Copyright © 2025 – IJAME

Résumé

Les recherches portant sur les critères environnementaux, sociaux et de gouvernance (ESG) et leurs effets sur la performance utilisent fréquemment une terminologie variée et parfois déroutante. Le terme ESG désigne les efforts des entreprises et des investisseurs qui souhaitent inclure les questions environnementales, sociales et de gouvernance dans leurs activités d'investissement stratégiques. Le score ESG est une nouvelle approche d'évaluation des politiques de l'entreprise en mettant l'accent sur leur impact extra-financier. Contrairement aux données financières traditionnelles, le score ESG se base sur des indicateurs qui reflètent l'influence de l'entreprise sur ces trois dimensions fondamentales. Il est fréquemment démontré que les entreprises ayant des scores ESG élevés ont une meilleure performance opérationnelle, des bénéfices plus élevés et un risque spécifique acceptable. Cependant, les données empiriques sont parfois contradictoires, ce qui suscite l'intérêt des chercheurs en développement durable pour mener des évaluations plus approfondies de la divulgation et de la performance ESG. Cet article contribue à la littérature en mettant en lumière la nécessité de disposer des indicateurs ESG globaux et d'examiner leur impact sur la performance globale des entreprises. Parallèlement, il met en évidence les corrélations positives et négatives entre le scoring ESG et les résultats de l'entreprise. L'étude propose une analyse approfondie en développant des hypothèses sur l'impact des notations ESG, ainsi qu'un modèle conceptuel visant à évaluer cette relation.

Mots clés : Environnemental, social, et gouvernance, notation ESG, performance de l'entreprise

Abstract

Research into environmental, social and governance (ESG) criteria and their effects on performance frequently uses a varied and sometimes confusing terminology. The term ESG refers to the efforts of companies and investors to include environmental, social and governance issues in their strategic investment activities. The ESG score is a new approach to evaluating corporate policies, focusing on their extra-financial impact. Unlike traditional financial data, the ESG score is based on indicators that reflect the company's influence on these three fundamental dimensions. Companies with high ESG scores are frequently shown to have better operational performance, higher earnings and acceptable specific risk. However, empirical evidence is sometimes contradictory, sparking interest among sustainability researchers to conduct more in-depth assessments of ESG disclosure and performance. This article contributes to the literature by highlighting the need for global ESG indicators and examining their impact on overall corporate performance. At the same time, it highlights the positive and negative correlations between ESG scoring and company results. The study offers an in-depth analysis by developing hypotheses on the impact of ESG ratings, as well as a conceptual model to assess this relationship.

Keywords : Environmental, Social, and Governance, ESG Score, Firm Performance

1 Introduction

Les facteurs environnementaux, sociaux et de gouvernance (ESG) ont suscité ces dernières années un intérêt croissant de la part des investisseurs et des parties prenantes, en raison de leur potentiel influence sur les performances des entreprises. Cet article se concentre sur l'analyse de diverses études et cadres conceptuels qui explorent la relation entre les dimensions ESG et la performance des entreprises, en mettant en exergue les effets positifs comme négatifs. Ainsi, en rassemblant les contributions des études actuelles, cet article vise à contribuer à la compréhension du rôle et de la position des facteurs ESG dans l'élaboration des stratégies organisationnelles et leurs impacts sur la performance globale de l'entreprise. Ainsi, les entreprises sont poussées à accroître leurs efforts et à garder un œil sur les aspects non financiers de leurs activités en raison de l'intérêt croissant des investisseurs et d'une prise de conscience globale des risques associés aux facteurs non financiers, en particulier l'environnement, comme la responsabilité sociale des entreprises (RSE) et la bonne gouvernance pour améliorer la performance. Face à l'attention accrue portée par les investisseurs et à une prise de conscience mondiale croissante des risques liés aux dimensions non financières, les entreprises sont incitées à intensifier leurs efforts pour surveiller et améliorer leurs performances sur ces aspects. Plus particulièrement, les enjeux liés à l'environnement, à la responsabilité sociale et à la gouvernance sont redoutés comme des facteurs clés de succès des entreprises dans l'économie contemporaine. En conséquence, les entreprises font face à une pression croissante émanant des investisseurs, des régulateurs, des consommateurs, des fournisseurs et de la société civile pour intégrer des mesures de durabilité et de responsabilité sociale dans leurs activités (Takril et al., 2023). De ce fait, il est impératif aux entreprises de définir clairement la relation entre les facteurs ESG et la performance. Christensen et al. (2021) soulignent que ces discussions s'inscrivent dans un contexte où les entreprises doivent démontrer leur engagement à « bien agir » dans leurs activités. Ce faisant s'aligner sur des programmes spécifiques incluant des initiatives à l'instar de la réduction de carbone, la limitation de gaz à effet de serre et l'amélioration de la qualité de l'air intérieur. Cependant, la compréhension des implications ESG sur la performance financière devrait s'améliorer pour répondre aux attentes croissantes de toutes les parties prenantes.

Autrement, la divulgation des rapports ESG représente un outil efficace d'investissement stratégique qui permet aux investisseurs d'identifier et de comprendre les enjeux critiques qui sont souvent absents des rapports financiers traditionnels mais qui ont un impact significatif sur

les risques et les opportunités des entreprises. L'utilisation croissante des pratiques ESG par les investisseurs reflète leur intégration progressive dans les stratégies de l'entreprise (Serban et al., 2022). En outre, la croissance récente du marché de l'ESG s'accompagne d'une augmentation accrue de la demande d'investisseurs, capables d'évaluer efficacement la performance des entreprises. Peu importe les entreprises qui ne sont pas tenues d'inclure des indicateurs ESG dans leurs rapports annuels, de plus en plus d'entre elles divulguent des informations sur leurs progrès en matière de durabilités (Serban et al., 2022). Toutefois, ces pratiques peuvent parfois restreindre les options des émetteurs, certains investisseurs offrent de solides performances, tout en agissant à l'encontre des principes ESG (Serban et al., 2022).

Cette étude est structurée comme suit : une revue de la littérature examine les travaux clés sur la relation entre scores ESG et performance des entreprises, suivie du développement d'un cadre conceptuel. Enfin, la conclusion souligne les contributions majeures de la recherche et discute des implications pratiques et théoriques des résultats obtenus.

2 Problématique

Plusieurs études évaluent constamment l'impact des critères ESG sur la performance globale des entreprises. L'évaluation des performances incluant les pratiques ESG permet de mesurer les dimensions opérationnelles, stratégiques et économiques des entreprises. Notre recherche s'inscrit dans un cadre où les attentes des parties prenantes en matière de responsabilité sociale continuent d'augmenter à mesure que les réglementations deviennent plus strictes. Dès lors, la problématique centrale qui s'impose est la suivante :

Comment les facteurs environnementaux, sociaux et de gouvernance (ESG) influencent-ils la performance globale des entreprises ?

3 Méthodologie de la recherche

Ce travail ambitionne d'examiner la littérature sur l'impact des facteurs ESG (environnement, social, gouvernance) sur la performance globale des entreprises (PGE). À ce titre, il vise à combler les lacunes susmentionnées en élucidant les controverses antérieures, à développer la théorie et à identifier les effets à long terme des critères ESG sur la performance globale des entreprises. Cet article, qui adopte une approche basée sur la revue littérature, vise également à clarifier certains des points de vue antérieurs, en construisant un modèle confirmatif qui met en

relation les éléments ESG à la performance des entreprises, à travers notamment la divulgation des rapports de durabilité ESG. La construction du modèle contribue à la recherche en analysant les résultats des travaux antérieurs sur ce sujet. En parallèle, il identifie les dimensions clés existante entre l'ESG et la PGE. Des facteurs variables sont déterminés par les résultats de la revue de littérature et des hypothèses sont proposées pour chaque facteur par rapport à la performance globale des entreprises. Enfin, la conclusion qui formule les principales implications et limites de la recherche.

En effet, l'approche conceptuelle proposée offre un cadre de réflexion pour les chercheurs et les praticiens, visant à valider empiriquement ces relations. Il fournit également des pistes pour les gestionnaires et les décideurs, en quête d'un cadre analytique pour peaufiner leur démarche « durabilité », et analyser les relations entre celle-ci et la finance.

4 Performance globale de l'entreprise : Revue de littérature

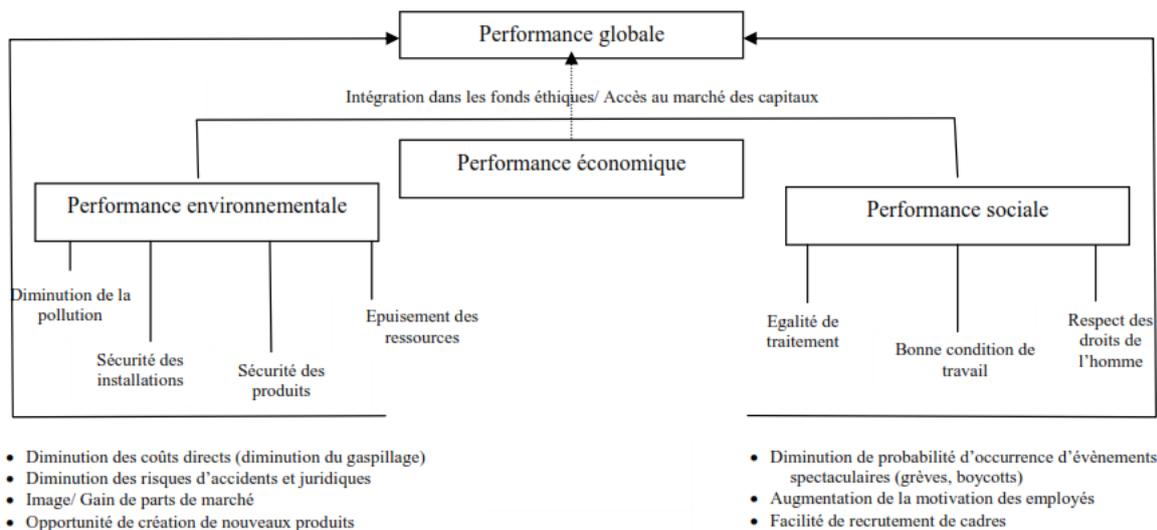
La notion de performance renvoie à un concept plus complexe et difficile à définir. En anglais, le terme "to perform" est synonyme de réalisation de tâches, reflétant ainsi une dimension opérationnelle du concept. Cette notion reste conditionnelle en raison de sa signification qui dépend tout amplement de différents contextes d'appropriation et des objectifs en question (Ben Zaied et Affes, 2014). En outre, Jacquet (2011) considère la performance comme étant un construit de multivariabiles interdépendants. Issor (2018) souligne l'importance de ce concept qui représente un mécanisme de mesure des résultats en corrélation avec les ressources engagées et les efforts déployés. La performance est donc en lien direct avec la stratégie, objectifs organisationnels et la vision globale de l'entreprise. Par ailleurs, les travaux de Kramer et Porter (2006) proposent d'intégrer la dimension sociale aux performances de l'entreprise dans la mesure où l'orientation stratégique d'une entreprise vers la réussite économique pourrait nuire à sa réputation auprès de la société. Alors, pour pallier à cette problématique, les auteurs ont avancés le concept de "valeur partagée" qui définit la création d'avantages pour la société tout en offrant également de la valeur pour l'entreprise.

Dans la littérature managériale contemporaine, la notion de performance globale est couramment déployée afin d'analyser l'adéquation du concept de développement durable par différents acteurs du monde économique (Capron et Quairel, 2006). Le concept se caractérise par un usage de référentiels multidimensionnels, se démarquant ainsi par des évaluations

unidimensionnelles classiques. Désormais, une considération systématique est requise examinant la relation entre les entreprises et leur environnement naturel et social.

Selon Baret (2006), Renaud et Berland (2007), la performance globale des entreprises (PGE) peut être reconnue comme « l'agrégation des performances économiques, sociales et environnementales », ou est défini comme étant « la réunion de la performance financière, de la performance sociale et de la performance sociétale » (Germain & Trébucq, 2004). En plus de ces apports, et selon Capron et Quairel (2006), la performance globale des entreprises renvoie à « une conception holistique cherchant à désigner une intégration des performances dans une approche synthétique... cette intégration peut sous-entendre une cohérence entre les trois dimensions avec des modèles de causalité reliant différents facteurs issus de dimensions différentes ». À la lumière de ces diverses contributions, la figure (1) illustre un édifice englobant les différentes composantes de la performance globale.

Figure 1 : les composantes de la performance globale



Source : Germain, Trébucq, 2004

Bien que le concept de la performance suscite un intérêt particulier des théoriciens et des praticiens. Il s'agit d'un concept dont la définition reste complexe, sujet à de nombreuses interprétations. Le manque d'une définition universellement acceptée, empêche la conciliation et la généralisation des recherches, ce qui peut conduire à des ambiguïtés conceptuelles (Franco-Santos et al., 2007). La performance globale des entreprises est une notion à caractère

complexe impliquant une pluralité d'acteurs et soumise à des facteurs variés (Hakmaoui et Loukili, 2015). Par ailleurs, l'appréciation de la performance résulte de divers indicateurs de mesure et se place dans différents cadres analytiques de référence (Mabrouk, 2015). Enfin, la performance globale, d'un point de vue autre que celui des acteurs au sein de l'entreprise, occupe une place fondamentale dans la défense des principes du développement durable (Capron et Quairel, 2006).

5 Lien entre les scores ESG et la performance de l'entreprise

Les critères environnementaux, sociaux et de gouvernance (ESG) sont désormais des éléments importants afin de mesurer la performance non financière de l'entreprise. En revanche, les entreprises accordent davantage une attention particulière à l'amélioration et à la communication de leurs scores ESG. Pour chaque pilier ESG, il existe une cartographie des indicateurs mesurant la performance de l'entreprise en matière de durabilité. En générale, la note ESG globale est définie par l'indice pondéré par rapport aux notes pour chaque pilier, où le niveau élevé de cette note indique une meilleure et performance de l'entreprise en matière de durabilité (Melinda et Wardhani, 2020).

Les recherches antérieures sur l'ESG sont nombreuses. Plumlee et al. (2015) ont examiné la relation entre la divulgation volontaire d'informations ESG et la valeur de l'entreprise aux États-Unis. Leur étude a révélé que cette divulgation avait un impact positif significatif sur la valeur de l'entreprise, notamment en ce qui concerne la qualité des flux de trésorerie futurs. Parallèlement, Lima Crisóstomo et al. (2011) ont étudié la relation entre la responsabilité sociétale des entreprises (RSE), la valeur de l'entreprise et la performance financière des sociétés brésiliennes entre 2001 et 2006. Leurs résultats ont montré que la RSE était associée à une destruction de valeur, avec une corrélation négative marquée entre la RSE et la valeur des entreprises, ainsi qu'une relation neutre entre RSE et performance financière. Il ressort des travaux existants que la majorité de la littérature se concentre sur l'impact de la divulgation ESG sur la performance des entreprises ou sur la manière dont un pilier spécifique de l'ESG affecte cette performance. Cependant, les résultats sont encore loin d'être uniformisés (Orlitzky et al., 2003). Ainsi, (Pham et al., 2022), Kim et Li (2021) et (Zhao et al., 2018) constatent une corrélation positive entre les deux variables, contours à être modérés par Velte (2017), Lee et al. (2009), Junius et al. (2020) et Atan et al. (2018). En effet, la faible attention portée à l'évaluation de la performance des entreprises à travers des mesures comptables et le manque

de cohérence dans les résultats, même dans des études approfondies couvrant plusieurs années de données, restent ainsi des limites notables.

Un aperçu des résultats empiriques mixtes est présenté dans le tableau ci-dessous.

Auteurs / année	Mesure ESG	Mesure de performance	Pays	Constatations
Pulino et al. (2022)	Score ESG (Refinitiv)	EBIT, ROA	Italie	Positif
Koundouri et al. (2021)	Indice STOXX MSCI Europe Indice des 50 ESG Leaders (Sustainalytics)	ROE, ROA, Marges bénéficiaires	Europe	Positif
Kaiser (2020)	Score ESG (Refinitiv)	Rendement ajusté au risque	Europe, États-Unis	Positif
Shabbir et al. (2020)	Score ESG Rapports annuels de divulgation ESG	ROA, ROC, Retours de stock excédentaire	Pakistan	Positif
Duque-Grisales & Aguilera- Caracuel (2019)	Score ESG Base de données Thomson Reuters' Asset4	ROA	Brésil, Chili, Colombie, Mexique et Pérou	Négatif
Xie et al. (2019)	Score de divulgation ESG (Bloomberg)	Efficacité organisationnelle Revenus gagnés, ROA)	International (74 pays)	Positif
Atan et al. (2018)	Score ESG (Bloomberg)	ROE, Q de Tobin, WACC	Malaisie	Neutre
Zhao et al. (2018)	Indice de performance ESG	Ratio de rentabilité économique (ROCE), ratio d'endettement	Chine	Positif

Velte (2017)	Notation ESG (Thomson Reuters Datastream)	ROA, Q de Tobin	Allemagne	Positif Neutre
Wang et Sarkis (2017)	Score ESG (Bloomberg)	ROA, Tobin's Q	États-Unis	Positif
Brammer et al. (2006)	Score ESG (EIRIS Sustainability Ratings)	Rendement des actions	Grande- Bretagne	Négatif

Source : ESG et la performance financière (Halid et al., 2023)

6 Facteurs ESG et performance de l'entreprise

- *H1 : L'engagement environnemental des entreprises est positivement corrélé à une meilleure performance à long terme.*

La relation entre les facteurs environnementaux et la performance des entreprises a fait l'objet de nombreuses études. Jones et al. (2016) ont mis en évidence une association favorable entre la mise en œuvre des pratiques durables et les résultats financiers sur le long terme. Schaltegger et Wagner (2011) soulignent également les aspects positifs de l'implication de ces pratiques, tout en mettant en lumière les économies potentielles et les coûts d'opportunité que propose une gestion proactive de l'environnement. Cependant, les travaux récents d'Aydoğmuş et al. (2022) n'ont pas établi de lien direct entre les initiatives environnementales et la rentabilité ou la valorisation des entreprises. Selon ces chercheurs, les actions environnementales peuvent nécessiter une période plus longue pour générer des résultats concrets, contrairement aux initiatives axées sur la dimension sociale ou la gouvernance. En outre, le coût élevé des investissements liés aux projets environnementaux constitue souvent un frein. Néanmoins, lorsque les critères environnementaux, sociaux et de gouvernance (ESG) sont considérés conjointement, une relation positive et significative avec la rentabilité est généralement observée. Autrement, l'étude d'Ika et al. (2022) a démontré que les grandes entreprises ont tendance à divulguer des données sur les émissions de carbone dans leurs rapports annuels ou de durabilité, ce qui reflète l'impact d'une gouvernance efficace à l'égard des efforts environnementaux. Enfin, Campbell (2007) souligne depuis longtemps que les entreprises tendent à améliorer progressivement leurs performances dans les domaines social et environnemental.

- *H2 : Les entreprises qui investissent dans des initiatives sociales (bien-être des employés, engagement communautaire, équité salariale, inclusion) enregistrent des performances meilleures*

Les critères ESG présente dans leur dimension sociale certains aspects essentiels, tels que la gestion des ressources humaines, le bien-être des employés et les progrès communautaires. L'analyse d'Edmans et al. (2023) a démontré que les organisations où les employés sont satisfaits, enregistrent fréquemment des performances meilleures que celles des concurrents. En outre, les travaux de Margolis (2007) ont confirmé l'impact de la RSE dans la valorisation des marques et la fidélisation des consommateurs, deux aspects cruciaux dans un environnement économique très compétitif et plus responsable. Malgré leur utilisation de manière substitutionnelle, les notions de la RSE et durabilité soient parfois confondues. L'orientation de la RSE se focalise spécifiquement sur la responsabilité des entreprises concernant le bien-être sociétal et environnemental, alors que la durabilité a une perspective plus large et s'intéresse également aux aspects à long terme et aux attentes de diverses parties prenantes. En effet, les entreprises peuvent s'efforcer de soutenir des initiatives visant à créer de la valeur non financière pour leurs parties prenantes et actionnaires, et non celles implicitement liées à la maximisation de leurs revenus immédiats. Les investissements dans les pratiques ESG deviennent ainsi une priorité stratégique, surtout à une époque où les entreprises s'appuient sur l'innovation technologique, la mobilisation des talents et des actifs immatériels, tels que les brevets et les résultats issus de la recherche et du développement. Toutefois, les pressions exercées par les parties prenantes externes jouent un rôle clé dans l'adoption de pratiques durables, malgré les tensions possibles avec des objectifs à court terme (Kamaludin et al., 2022). Contrairement à l'idée selon laquelle les initiatives ESG pourraient être incompatibles avec les intérêts des actionnaires, des études d'Eccles et Klimenko (2019), Watson (2011) mettent en évidence que ces pratiques créent une valeur durable, en conciliant objectifs financiers et considérations sociales et environnementales. Les rapports ESG révèlent également l'importance de l'intégration des actifs immatériels dans les processus de décision et les stratégies d'entreprise. Les investisseurs, de plus en plus sensibles aux performances ESG, les intègrent désormais dans leurs critères d'évaluation. Selon Kotsantonis et al. (2019), une forte performance ESG est associée à une réduction des risques de crédit, un facteur déterminant pour les détenteurs d'obligations. En outre, Flammer (2021) constate que des scores ESG supérieures est positivement corrélés aux performances financières plus élevés, cela appuie

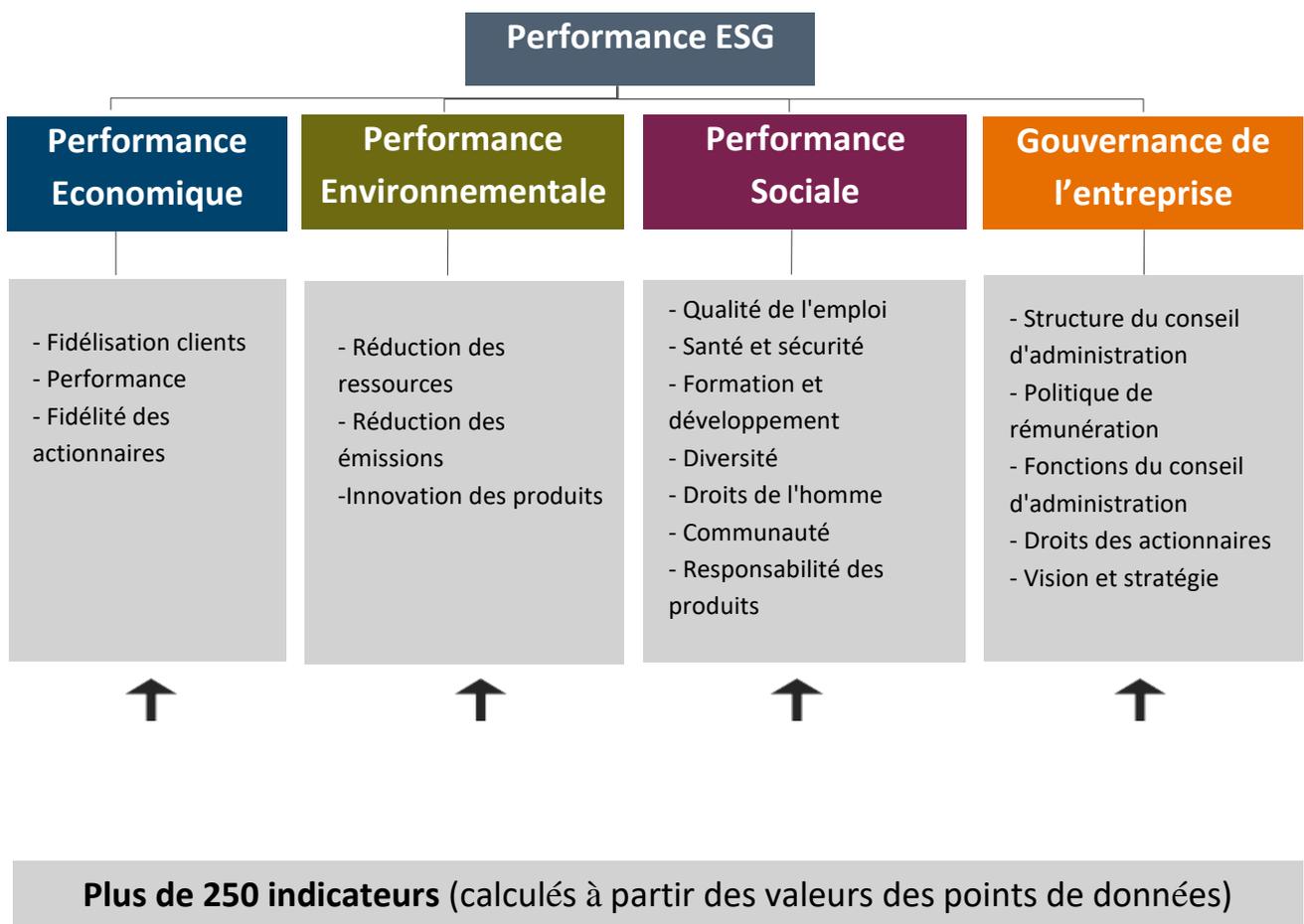
donc la vocation stratégique de l'investissement ESG comme un outil efficace de la création de valeur à long terme pour les entreprises et leurs parties prenantes.

- *H3 : Une gouvernance alignée sur les objectifs ESG améliore l'engagement des dirigeants et la performance globale de l'entreprise*

Sur le plan managérial, un conseil d'administration s'entend à contrôler et gérer les risques, assurer la transparence dans la divulgation des données, et ainsi la préservation des droits des actionnaires. Selon Bebchuk et al. (2022), des pratiques de gouvernance bien établies sont positivement associées à une augmentation de la valeur organisationnelle. Gompers et al. (2020), les conseils d'administration diversifiés contribuent à la fois à des performances financières plus élevées et à une aptitude accrue à innover. En réponse à la demande croissante des investisseurs institutionnels, l'accent est mis sur des stratégies durables fondées sur des engagements ESG solides (Eccles et Klimenko, 2019). Toutefois, des conflits d'agence peuvent survenir en raison de divergences d'intérêts entre toutes les parties prenantes. Ces différences peuvent être atténuées par des aspects de gouvernance efficace, tels qu'un conseil d'administration compétent, capable de mettre en place un contrôle stratégique et assurer la cohérence des intérêts de la direction et des actionnaires (Kamaludin et al., 2022). Un tel conseil influence directement les initiatives ESG ainsi que leur transparence. Pourtant, des rapports comme ceux de KPMG critiquent souvent les divulgations en matière de durabilité, soulignant leur manque de clarté, de pertinence et d'impact significatif. Parfois, les recherches sur les rapports ESG restent souvent encadrées et aboutissent à des résultats variés. Les travaux de Haniffa et Cooke (2005), Esa et Ghazali (2012) indiquent que les conseils d'administration indépendants pourraient, de manière inattendue, freiner la divulgation des informations ESG. En outre, la distribution insuffisante des femmes dans les conseils d'administration rend difficile leur contrôle sur les pratiques de durabilité (Alazzani et al., 2019). Ahmad et al. (2017) ajoutent encore que la fréquence des réunions du conseil d'administration n'a pas d'impact significatif sur la qualité des rapports ou des initiatives liées à la durabilité. Malgré les opportunités offertes par l'ESG pour créer une valeur durable à long terme, une focalisation excessive sur les profits à court terme persiste chez de nombreux gestionnaires. Bien que l'intégration des priorités ESG soit essentielle, il est clair que la réalisation d'une telle approche requiert des mécanismes de gouvernance solides. Dans cette perspectives, les objectifs ESG doivent respectivement refléter les préoccupations de durabilité à long terme de l'entreprise, afin que les conseils d'administration aient un accompagnement réussi et pérenne. Une étude

récente de Kuzey et al. (2023), portant sur un échantillon de 43 803 entreprises dans 41 pays, révèle que des environnements caractérisés par une responsabilité publique accrue, une régulation efficace, une stabilité institutionnelle et un faible niveau de corruption favorisent un engagement plus marqué envers les critères ESG. Néanmoins, cette étude montre également que la gouvernance d'entreprise peut atténuer la relation entre la gouvernance publique (à l'exception de la stabilité politique) et un engagement excessif envers l'ESG. Cela suggère qu'il existe d'autres moyens de motivations des initiatives ESG en utilisant des mécanismes alternatifs de la gouvernance publique et la gouvernance d'entreprise. Enfin, les analyses indiquent que ces tendances sont plus pertinentes dans les économies émergentes que dans les économies en transition.

Figure 2 : Structure de la Performance ESG (ASSET4)



7 Performance ESG et performance financière de l'entreprise

- *H4 : L'adoption de pratiques ESG est positivement corrélée à la rentabilité des entreprises, mesurée par le retour sur investissement (ROI), le retour sur actifs (ROA) et la capitalisation boursière*

Les conclusions tirées du corpus important de travaux empiriques traitant de la relation entre les critères ESG et la performance financière, restent pour ainsi dire, plutôt modestes. Certains travaux affinent qu'il existe une interaction positive, tandis que d'autres distinguent une relation négative ou aléatoire. A cet effet, les recherches antérieures examinant le lien entre ces deux variables ont mobilisé différents indicateurs, tels que les rendements boursiers (Brammer et al., 2006), le retour sur actifs (ROA) (Xie et al., 2019) ou encore le retour sur capitaux propres (ROE) (Atan et al., 2019). Griffin et Mahon (1997) ont relevé l'utilisation de près de 80 mesures de performance dans la littérature analysée. Parmi ces indicateurs, la taille de l'entreprise, le ROE et le ROA figurent parmi les plus couramment employés. Malgré l'adoption répandue du ROA comme mesure comptable de référence, Velte (2017) préconise également l'utilisation d'indicateurs basés sur le marché, tels que le Q de Tobin¹, comme reflet de la performance financière. Plusieurs chercheurs, notamment Atan et al. (2019) ainsi que Dalal & Thaker (2019), ont également privilégié ces deux variables dans leurs analyses. Dans ce contexte, différentes études estiment que la capitalisation boursière est conçue comme un indicateur pertinent pour déterminer la valeur d'une entreprise. En réalité, les investisseurs incluant des considérations ESG dans leurs décisions d'investissement influencent le prix des actions, qui impacte par son tour, la capitalisation boursière du marché. Par ailleurs, Serban et al. (2022) soulignent l'importance de la capitalisation boursière comme indicateur clé de performance permettant la valorisation intrinsèque d'une entreprise d'un point de vue du marché.

Les informations relatives aux critères ESG (environnementaux, sociaux et de gouvernance) gagnent en popularité parmi les entreprises cotées en bourse. Elles permettent de démontrer l'intégration des attentes des parties prenantes, de répondre aux exigences des investisseurs, de renforcer la crédibilité organisationnelle et de faire face aux défis tels que les crises et la concurrence (Olsen, 2022). Selon Friede et al. (2015), l'intérêt des chercheurs pour le lien entre les pratiques ESG et la performance financière remonte aux années 1970, bien qu'à l'époque,

¹ Le ratio Q = la valeur de marché des actifs / valeur de remplacement des actifs (souvent assimilée à la valeur nette comptable).

une terminologie différente ait été utilisée. Après l'analyse de 2 200 articles, cette étude conclut que les recherches confirment largement la pertinence d'investir dans des initiatives ESG, avec environ 90 % des études identifiant une corrélation positive entre ces pratiques et les résultats financiers des entreprises. Une autre méta-analyse réalisée en 2018 par Alshehhi et al. (2018) sur 132 études scientifiques de référence indique que 78 % d'entre elles établissent une relation favorable entre la durabilité et la performance financière de l'entreprise. Bhaskaran et al. (2020) arrivent ainsi à des conclusions similaires en examinant l'impact des critères ESG sur la performance financière de 4 887 entreprises entre 2014 et 2018. Ils ont utilisé des indicateurs tels que la valeur d'entreprise (mesurée par le *Q de Tobin*) et les performances opérationnelles (*ROE et ROA*) comme variables dépendantes. Leurs résultats montrent que les entreprises obtenant de scores élevés dans les domaines environnementaux, sociaux et de gouvernance créent davantage de valeur sur les marchés. L'étude met également en évidence que les activités ESG axées sur le bien-être des parties prenantes internes, les pratiques de gouvernance efficaces et les mécanismes visant à prévenir les mesures de contrôle de la pollution, sont considérées comme bénéfiques pour la performance des entreprises.

- *H5 : L'adoption de pratiques ESG solides à un impact positif et significatif sur la performance financière des entreprises*

La relation entre la performance ESG (environnementale, sociale et de gouvernance) et la performance financière a fait l'objet de nombreux débats au sein de la littérature académique depuis plusieurs décennies (Friede et al., 2015). Une partie des recherches affirme que les entreprises adoptant des pratiques ESG solides sont susceptibles de générer des rendements boursiers supérieurs. Cela repose sur l'idée que ces pratiques permettent aux entreprises de mieux résister aux fluctuations de leurs flux de trésorerie tout en identifiant de meilleures opportunités d'investissement et d'innovation [(Freeman, 1984); (Cornell et Shapiro, 1987); (Lo & Sheu, 2007); (Statman & Glushkov, 2009); (Lee et al., 2013); (Flammer, 2015)]. En outre, De Franco (2020), en examinant l'impact des controverses liées à l'ESG – telles que les scandales ou les mauvaises nouvelles – et observe que les entreprises européennes et américaines confrontées à de graves controverses ESG ou à des déclassements ESG enregistrent des performances inférieures par rapport aux portefeuilles de référence et à ceux contenant peu ou pas de controverses. Friede et al. (2015), après avoir examiné plus de 2 000 études portant sur l'ESG et l'investissement socialement responsable (ISR), concluent à une relation globalement positive entre les performances ESG et les performances financières. Toutefois,

d'autres études montrent que l'introduction des indicateurs ESG pourrait générer des rendements inférieurs en raison des coûts associés. Ces travaux suggèrent que les ressources consacrées aux initiatives ESG pourraient être détournées des actionnaires de l'entreprise vers d'autres parties prenantes, provoquant ainsi une destruction de la valeur actionnariale [(M. L. Barnett, 2007); (Statman & Glushkov, 2009); (Revelli & Viviani, 2015)]. Cependant, Fabozzi et al. (2008) analysent l'impact de l'exclusion des actions dites "pécheresses" des portefeuilles d'investissement et constatent que leur maintien dans un portefeuille a permis de générer un rendement annuel supérieur de 19 % à l'indice de référence. Ils affirment que les investisseurs institutionnels devraient s'interroger sur les coûts de l'exclusion des actions coupables de leurs portefeuilles et se demander si les coûts de l'investissement social en valent la peine. Blitz et Fabozzi (2017), en utilisant le modèle d'évaluation à cinq facteurs de Fama et French (2015), montrent que la surperformance de ces actions peut être expliquée par ce modèle et concluent qu'aucune prime spécifique n'est associée à ces titres. Par ailleurs, certaines recherches suggèrent qu'il ne devrait pas exister de lien entre les scores ESG et les rendements boursiers, soit parce que ces aspects ESG ne sont pas valorisés par les marchés (Statman, 2006), soit parce que les marchés financiers, dans leur efficacité, auraient déjà intégré les informations ESG dans les prix des actifs (Humphrey et al., 2012). Halbritter et Dorfleitner (2015) arrivent à des conclusions similaires en examinant les notations ESG d'ASSET4, Bloomberg et KLD sur le marché américain entre 1991 et 2012. Leur analyse n'a révélé aucune corrélation entre les performances ESG et les rendements financiers, et ils soulignent que les investisseurs ne devraient pas s'attendre à des surperformances en utilisant des stratégies ESG pour arbitrer entre différents portefeuilles. Une étude récente de Plagge & Grim (2020) analyse la performance des fonds ESG sur le marché des actions américaines entre 2004 et 2018. Ils concluent que la majorité des fonds ESG ne présentent ni alphas significatifs positifs ni négatifs. Toutefois, les variations de performance observées entre les fonds ESG sont attribuées à des critères spécifiques aux fonds eux-mêmes plutôt qu'à des facteurs ESG uniformes. Les auteurs recommandent donc une évaluation individualisée des fonds ESG par les investisseurs. Enfin, certaines études affirment que les risques et les opportunités ESG dépendent du secteur d'activité, ce qui suggère la nécessité d'une analyse sectorielle des initiatives ESG.

Les caractéristiques spécifiques à chaque secteur peuvent influencer la relation entre les critères ESG et la performance, ce qui pourrait expliquer les résultats contradictoires observés dans la littérature existante [(Hoepner et al., 2010); (Humphrey et al., 2012); (Khan et al., 2016); (Kuh

et al., 2020)]. Bien que ce sujet soit encore peu exploré dans les recherches académiques, de nombreux praticiens suggèrent que les analyses ESG devraient s'appuyer sur des données adaptées au secteur d'activité de chaque entreprise. Les études empiriques qui explorent l'interconnexion entre la performance financière et les performances sociales dans une perspective d'intégration des critères ESG demeurent limitées. Une revue de la littérature montre que la plupart des travaux sur l'ESG se concentrent principalement sur la performance des fonds d'investissement socialement responsables et éthiques [(Copp et al., 2010); (Humphrey et al., 2012); (Mackie et al., 2018); (Niblock et al., 2020)]. Par ailleurs, d'autres recherches examinent des thématiques spécifiques telles que les rapports ESG dans le secteur minier (Lokuwaduge et Heenetigala, 2017), ainsi que les évolutions des notations ESG au fil du temps (Galbreath, 2013). En outre, plusieurs études récentes mettent en lumière certaines dimensions non financières des pratiques d'investissement basées sur les critères ESG. Daugaard (2020), dans une analyse systématique de la littérature, utilise la méthodologie de cartographie des liens de citation développée par Linnenluecke (2017). Contrairement à la majorité des études axées sur la comparaison des performances des investissements ESG et des investissements traditionnels, Daugaard (2020) explore les convergences entre les littératures financières et managériales, tout en identifiant des thématiques émergentes, notamment l'importance du facteur humain, le changement climatique, les flux de capitaux ESG, les produits à revenu fixe ESG et les attentes des marchés émergents. Enfin, Ding et al. (2020) mettent en avant la nécessité de connecter le cadre des "limites planétaires" aux recherches ESG en finance. Ces limites planétaires désignent des seuils critiques pour le fonctionnement durable des systèmes terrestres nécessaires à la survie de l'humanité [(Linnenluecke et al., 2015); (Antonini et Larrinaga, 2017)].

8 ESG et la création de valeur pour les actionnaires

- *H6 : L'intégration des critères ESG dans les stratégies d'investissement a un impact significatif sur la création de valeur pour les actionnaires*

Plusieurs études ont examiné la relation existante entre les facteurs environnementaux, sociaux et des gouvernances (ESG) et la création de la valeur pour les actionnaires. Cependant, la littérature existante ne parvient pas à établir un consensus clair quant à l'impact de l'intégration des critères ESG dans les stratégies d'investissement sur les rendements financiers obtenus. Margolis et Walsh (2003) ont compilé 109 études qui analysent la performance sociale des

entreprises (PSE) en tant que variable indépendante et la performance financière des entreprises (PFE) comme variable dépendante. Parmi ces études, 54 ont démontrées une forte relation positive entre la performance sociale de l'entreprise (PSE) et la performance financière de l'entreprise (PFE), à l'encontre de sept qui ont indiquées une relation inverse. Par ailleurs, 28 recherches n'ont identifié aucune relation significative, et 20 présentent des résultats mixtes. Les travaux récents continuent de rencontrer des difficultés à établir une relation claire et universelle entre les facteurs ESG et la création de valeur pour les actionnaires. Par exemple, Derwall et al. (2011) ont découvert que les opportunités de rentabilité des investissements liés aux actions ESG sont principalement observables à court terme, mais qu'elles tendent à s'estomper sur le long terme.

La littérature existante démontre des résultats divergents sur les rendements liés aux investissements dans les actions prenant compte les considérations ESG. Cela implique que les investisseurs ne devraient pas s'attendre à des rendements anormaux si le portefeuille inclut des actions ESG [(Halbritter et Dorfleitner, 2015), (Borgers et al., 2015), (Tyagi & Sharma, 2013)]. En revanche, l'intégration des facteurs ESG dans l'évaluation des actifs pourrait apporter davantage des bénéfices importants, attribués notamment à des facteurs tels que création de valeur pour les actionnaires (Porter et Kramer, 2011), des avantages réputationnels [(Turban & Greening, 1997), (Chernev & Blair, 2015)], réduction des coûts et des risques opérationnels [(Chapple et al., 2006), (M. L. Barnett, 2007)], et enfin, un moindre risque de volatilité des cours des actions (Przychodzen, 2013). Cordeiro et Tewari (2015) soutiennent que l'engagement d'une entreprise dans des initiatives ESG peut amener les investisseurs à réévaluer les flux de trésorerie futurs, en raison d'avantages tels que l'attraction et la rétention de talents hautement qualifiés, la fidélisation des clients sensibles aux enjeux environnementaux, ou encore la diminution des risques de sanctions ou pénalités réglementaires. Ces impacts, bien qu'ils puissent se matérialiser dans l'immédiat, tendent à devenir plus significatifs à long terme [(Derwall et al., 2005), (Bassen et Kovács, 2008)].

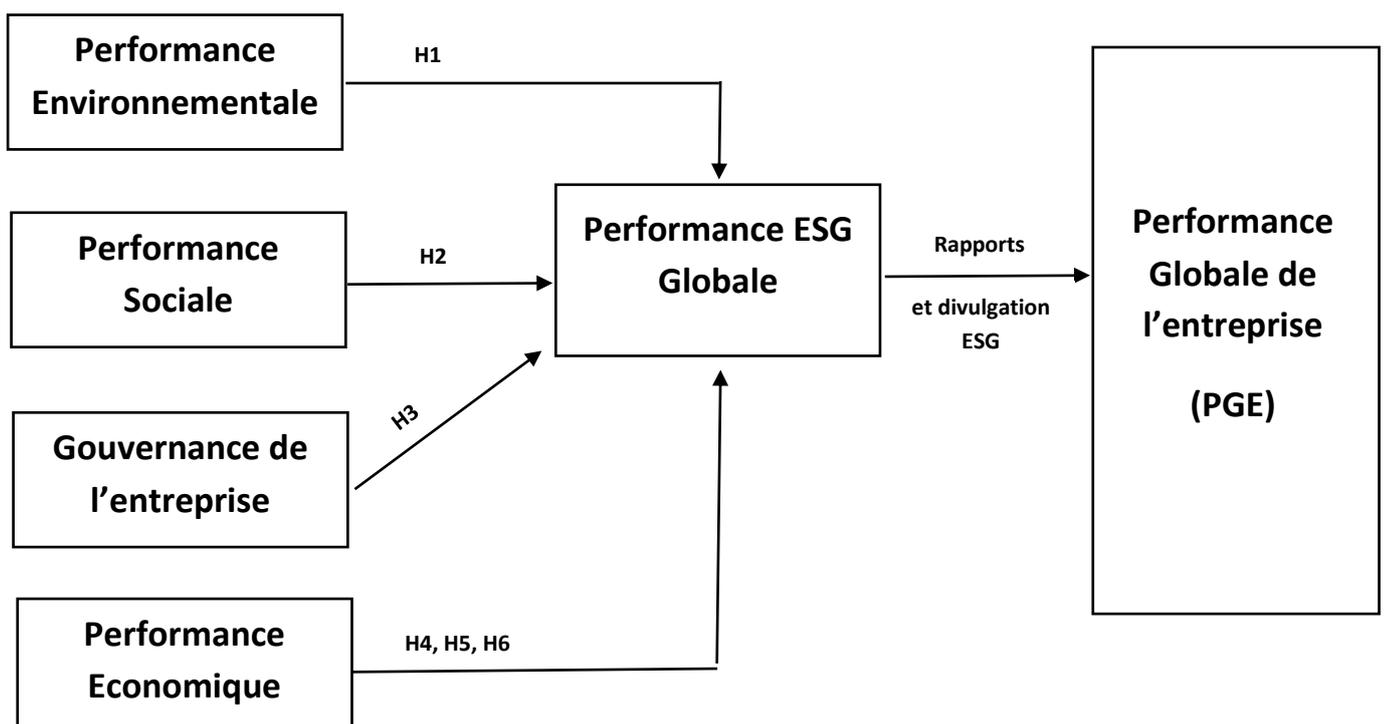
La performance future d'une entreprise est souvent évaluée à l'aide de méthodologies comme l'analyse technique ou fondamentale. Ces deux méthodologies cherchent à identifier les activités susceptibles de créer une opportunité de création de valeur sur le marché, afin de servir aux investisseurs à réaliser des gains en capital à long terme. Cependant, ces approches demeurent des instruments précieux pour les gestionnaires de fonds, en particulier ceux qui adoptent des facteurs ESG dans leurs programmes d'investissement (Przychodzen et al., 2016).

9 Cadre conceptuel

Les recherches antérieures ont révélé une incertitude quant à la relation entre les critères ESG et la performance des entreprises (Kim et Oh, 2019). Cette ambiguïté résulte principalement des différences dans la manière de mesurer la valeur des entreprises et de l'état embryonnaire des pratiques d'investissement ESG, qui sont encore en développement chez les investisseurs (Serban et al., 2022). De plus, la plupart des études se concentrent sur une seule dimension des critères ESG, souvent isolée de l'ensemble. Le score ESG est calculé en fonction des performances d'une entreprise dans les trois sous-catégories environnementales (E), sociales (S) et de gouvernance (G), avec une pondération égale. Cependant, il est également évident qu'une entreprise peut être très performante dans une ou deux de ces dimensions, tout en étant relativement plus faible dans d'autres. Néanmoins, les recherches qui abordent simultanément les trois dimensions ESG dans un cadre intégré demeurent rares (Zuraida et al., 2016). En conséquence, cette étude s'intéresse à l'importance des scores ESG globaux et à leur impact sur la performance des entreprises cotées.

La figure 3 illustre le cadre conceptuel de cette recherche. Il met en lumière la relation entre une variable indépendante, la performance globale des entreprises (PGE), et quatre variables dépendantes (performance économique, environnementale, sociale et gouvernance de l'entreprise), qui sont des indicateurs clés de la performance de l'entreprise.

Figure 3 : Modèle conceptuel de la recherche (élaboré par nous-même)



Le modèle théorique de cette étude repose sur la théorie des parties prenantes, formulée pour la première fois par R. Edward Freeman en 1984. Cette théorie a jeté les bases du rapport de durabilité et du concept ESG (Velte, 2017). Selon Freeman (2010), une partie prenante est toute entité capable d'influencer la performance d'une organisation ou d'en subir les conséquences. Suit cette théorie, il est avantageux de mettre des relations solides avec toutes les parties prenantes incluant les investisseurs. En conséquence, le concept de gouvernance centrée sur les parties prenantes valorise un style de gestion inclusif qui cherche à répondre à tous les besoins des différentes parties prenantes et à trouver des moyens d'améliorer la position et la valeur de l'entreprise grâce à la mise en pratiques des valeurs RSE et ESG. Les investisseurs, en particulier, ont considérablement renforcé leur recours aux données ESG ces dernières années, conscient de l'importance d'une gestion durable pour la réputation et l'image des entreprises face aux défis environnementaux (Tarmuji et al., 2016). En outre, Hill et Jones (1992) ont démontré que la gestion des relations avec les parties prenantes peut servir de mécanisme de suivi pour aider les gestionnaires à se concentrer sur les objectifs financiers (Orlitzky et al., 2003). En ce sens, la théorie des parties prenantes est relevant, étant donné qu'une grande partie des études publiées montrent une relation positivement significative entre les données ESG et les performances financières. Comme le montre la revue de la littérature, cette théorie postule qu'une performance accrue découle de l'intégration réussie des pratiques ESG dans les stratégies d'affaires. En conséquence, la satisfaction des parties prenantes apparaît comme un élément crucial pour l'optimisation des performances d'une entreprise.

Enfin, le reporting ESG est un outil de communication indispensable au partage de la performance avec les parties prenantes telles que les actionnaires, les investisseurs, les salariés, les clients et les comités tout en diffusant la transparence. L'objectif de cette étude est d'apporter des contributions significatives à la compréhension des effets des variables ESG sur la réussite des entreprises, en enrichissant la littérature existante. D'autre part, cette recherche vise à approfondir notre compréhension de la manière dont les dimensions ESG peuvent influencer, positivement ou négativement, les performances opérationnelles et financières des organisations (Halid et al., 2023). En même temps, la divulgation ESG ne doit pas se réduire à expliquer davantage l'engagement des entreprises en faveur de la durabilité, en mettant l'accent sur des pratiques organisationnelles spécifiques et sur des codes d'adhésion à des valeurs éthiques. Dans cette perspective, l'entreprise devrait montrer clairement et systématiquement comment les différents piliers ESG influencent-ils les performances sociales et

environnementales. En effet, l'adoption des rapport ESG permet d'améliorer les pratiques de durabilité et servir aux entreprises socialement responsables d'adopter un système de gouvernance opérationnel conforme à la conception d'une croissance durable (Oprean-Stan et al., 2020).

Conclusion

Les tendances des rendements ESG sont très permmissibles d'un pays à l'autre. Cependant, un alignement global des résultats ESG est nécessaire pour relever les défis que le monde est confronté. Cet aspect requiert une analyse approfondie des actions requises afin d'obtenir des résultats positifs en matière d'ESG. De plus, la littérature prenant compte de l'impact des facteurs ESG sur la performance de l'entreprise demeure très fragmentée et les théories actuelles n'offrent pas d'indications standards sur leur disparité. Les travaux publiés dans ce sens offrent des indicateurs utiles sur les leviers qui permettront d'atteindre de meilleures performances ESG. L'objet du présent article est de compiler un ensemble de connaissances autrefois stipulés dans les travaux relative à l'ESG, et de scruter les principaux moteurs de leur influence sur la performance globale de l'entreprise. En outre, Il n'est pas possible de résumer la relation générale entre les évaluations ESG et la performance de l'entreprise. Le lien entre ces variables demeure plus complexe, quand bien même pour tous les intervenants entendent s'engager dans l'ESG, et que la manière dont les facteurs ESG affecte la performance varie considérablement selon les secteurs d'activité, les dimensions ESG et les niveaux de développement nationaux, ce qui souligne l'importance d'une analyse spécifique au contexte. Certaines études peuvent avoir des effets variables de l'influence des composantes ESG sur la PGE en démontrant des corrélations positives, tandis que d'autres obtiennent des résultats mitigés. Il est démontré dans la littérature que les critères ESG ont une influence positive sur la performance de l'entreprise. Cela est principalement remarqué dans des secteurs de tendances actuelles, à l'instar du secteur sanitaire, dans des technologies, et surtout dans des économies développées. Néanmoins, dans les domaines traditionnels où les ressources naturelles sont utilisées à forte intensité, le lien peut être négatif ou insignifiant, surtout dans des marchés en développement. Ainsi, cela appuie l'impératif de formuler des stratégies ESG et des évaluations des performances conçues pour chaque secteur. Si l'on se penche sur différentes facettes de l'ESG, on constate que le facteur environnement (E) présente généralement une corrélation positive avec la PGE, ce qui reflète la croissance de l'acceptation du marché des pratiques qui respectent l'environnement. Le facteur social (S) se caractérise par des résultats mitigés, avec des impacts positifs qui sont souvent constatés, par exemple dans la satisfaction des employés et les relations avec la communauté. En ce qui concerne sur la variable de gouvernance (G), on constate également des résultats certes portant sur l'implications importantes du conseil d'administration à travers des aspects de gouvernance efficace pour la stratégie globale de l'entreprise, les choix et les

décisions d'investissement, ainsi que l'élaboration des politiques organisationnels. La combinaison entre ces facteurs définit clairement la vision à long terme de l'entreprise en influençant à la fois sa stratégie et sa politique générale en matière de décision d'investissement. Une entreprise doit adapter sa politique ESG à son secteur d'activité et à son milieu, tout comme un investisseur doit tenir compte de cette subtilité.

Étant donné que l'un de nos objectifs est de visualiser l'évolution des sujets sur les facteurs ESG au fil du temps, cette approche reste appropriée. Dans l'ensemble, ce travail est un complément à la littérature en traitant les aspects jusqu'à présent et en identifiant les trajectoires probables pour la recherche future qui nécessite l'approfondissement. Ces recherches futures informeront tous les acteurs importants susceptibles de contribuer à l'amélioration des résultats en matière d'ESG. Étant donné que de nombreux articles figurant dans la carte des citations se concentrent sur les économies avancées, les recherches futures pourraient également porter sur les principaux facteurs qui limitent la capacité d'investissement dans l'ESG dans les pays émergents et les marchés frontières (controverses, greenwashing, complexité de mesure des performances ESG, absence de standardisation des indicateurs), d'où la nécessité d'un examen approfondi dans un contexte international pourrait contribuer à la réalisation des objectifs de développement durable.

Références

- Ahmad, N. (2017). Board Independence and Corporate Social Responsibility (CSR) Reporting in Malaysia. *Australasian Accounting, Business and Finance Journal*, 11(2). <https://doi.org/10.14453/aabfj.v11i2.5>
- Alazzani, A., Wan-Hussin, W. N., & Jones, M. (2019). Muslim CEO, women on boards and corporate responsibility reporting: Some evidence from Malaysia. *Journal of Islamic Accounting and Business Research*, 10(2), 274-296. <https://doi.org/10.1108/JIABR-01-2017-0002>
- Alshehhi, A., Nobanee, H., & Khare, N. (2018). The Impact of Sustainability Practices on Corporate Financial Performance : Literature Trends and Future Research Potential. *Sustainability*, 10(2), Article 2. <https://doi.org/10.3390/su10020494>
- Antonini, C., & Larrinaga, C. (2017). Planetary Boundaries and Sustainability Indicators. A Survey of Corporate Reporting Boundaries. *Sustainable Development*, 25(2), 123-137. <https://doi.org/10.1002/sd.1667>
- Atan, R., Alam, Md. M., Said, J., & Zamri, M. (2018). The impacts of environmental, social, and governance factors on firm performance : Panel study of Malaysian companies. *Management of Environmental Quality: An International Journal*, 29(2), 182-194. <https://doi.org/10.1108/MEQ-03-2017-0033>
- Atan, R., Alam, Md. M., Said, J., & Zamri, M. (2019). The Impacts of Environmental, Social, and Governance Factors on Firm Performance : Panel Study of Malaysian Companies. <https://doi.org/10.31235/osf.io/ntz52>
- Aydoğmuş, M., Gülay, G., & Ergun, K. (2022). Impact of ESG performance on firm value and profitability. *Borsa Istanbul Review*, 22, S119-S127. <https://doi.org/10.1016/j.bir.2022.11.006>
- Baret, P. (2006). L'évaluation contingente de la Performance Globale des Entreprises : Une méthode pour fonder un management socialement responsable ? 2ème Journée de Recherche du CEROS, 1-24.
- 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. <https://doi.org/10.5465/amr.2007.25275520>
- Bassen, A., & Kovács, A. M. (2008). Environmental, Social and Governance Key Performance Indicators from a Capital Market Perspective.

- Bebhuk, L. A., Kastiel, K., & Tallarita, R. (2022). Does Enlightened Shareholder Value Add Value ? SSRN Electronic Journal. <https://doi.org/10.2139/ssrn.4065731>
- Ben Zaied, M. R., & Affes, H. (2014). The Relationship between the Sources of Knowledge Management, Organisational Innovation and Organisational Performance | International Business Information Management Association (IBIMA). <https://ibima.org/accepted-paper/relationship-sources-knowledge-management-organisational-innovation-organisational-performance/>
- Bhaskaran, R. K., Ting, I. W. K., Sukumaran, S. K., & Sumod, S. D. (2020). Environmental, social and governance initiatives and wealth creation for firms : An empirical examination. *Managerial and Decision Economics*, 41(5), 710-729. <https://doi.org/10.1002/mde.3131>
- Blitz, D., & Fabozzi, F. J. (2017). Sin Stocks Revisited : Resolving the Sin Stock Anomaly.
- Borgers, A., Derwall, J., Koedijk, K., & Ter Horst, J. (2015). Do social factors influence investment behavior and performance ? Evidence from mutual fund holdings. *Journal of Banking & Finance*, 60, 112-126. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2015.07.001>
- Brammer, S., Brooks, C., & Pavelin, S. (2006). Corporate Social Performance and Stock Returns : UK Evidence from Disaggregate Measures. *Financial Management*.
- Campbell, J. (2007). Why Would Corporations Behave in Socially Responsible Ways? An Institution Theory of Corporate Social Responsibility. *Academy of Management Review*, 32. <https://doi.org/10.5465/AMR.2007.25275684>
- Capron, M., & Quairel, F. (2006). Évaluer les stratégies de développement durable des entreprises : L'utopie mobilisatrice de la performance globale. *Revue de l'organisation responsable*, 1(1), 5. <https://doi.org/10.3917/or.001.0005>
- Chapple, W., Harris, R., & Paul, C. J. M. (2006). The cost implications of waste reduction : Factor demand, competitiveness and policy implications. *Journal of Productivity Analysis*, 26(3), 245-258. <https://doi.org/10.1007/s11123-006-0014-6>
- Chernev, A., & Blair, S. (2015). Doing Well by Doing Good : The Benevolent Halo of Corporate Social Responsibility. *Journal of Consumer Research*, 41(6), 1412-1425. <https://doi.org/10.1086/680089>
- Christensen, H. B., Hail, L., & Leuz, C. (2021). Mandatory CSR and sustainability reporting : Economic analysis and literature review. *Review of Accounting Studies*, 26(3), 1176-1248. <https://doi.org/10.1007/s11142-021-09609-5>

- Copp, R., Kremmer, M. L., & Roca, E. (2010). Should funds invest in socially responsible investments during downturns?: Financial and legal implications of the fund manager's dilemma. *Accounting Research Journal*, 23(3), 254-266. <https://doi.org/10.1108/10309611011092583>
- Cordeiro, J. J., & Tewari, M. (2015). Firm Characteristics, Industry Context, and Investor Reactions to Environmental CSR : A Stakeholder Theory Approach. *Journal of Business Ethics*, 130(4), 833-849. <https://doi.org/10.1007/s10551-014-2115-x>
- Cornell, B., & Shapiro, A. C. (1987). Corporate Stakeholders and Corporate Finance. *Financial Management*, 16(1), 5. <https://doi.org/10.2307/3665543>
- Dalal, K. K., & Thaker, N. (2019). ESG and Corporate Financial Performance : A Panel Study of Indian Companies. 1.
- Daugaard, D. (2020). Emerging new themes in environmental, social and governance investing : A systematic literature review. *Accounting & Finance*, 60(2), 1501-1530. <https://doi.org/10.1111/acfi.12479>
- Daugaard, D., & Ding, A. (2022). Global Drivers for ESG Performance : The Body of Knowledge. *Sustainability*, 14(4), 2322. <https://doi.org/10.3390/su14042322>
- De Franco, C. (2020). ESG Controversies and Their Impact on Performance. *The Journal of Investing*, 29(2), 33-45. <https://doi.org/10.3905/joi.2019.1.106>
- Derwall, J., Guenster, N., Bauer, R., & Koedijk, K. (2005). The Eco-Efficiency Premium Puzzle. *Financial Analysts Journal*.
- Derwall, J., Koedijk, K., & Ter Horst, J. (2011). A tale of values-driven and profit-seeking social investors. *Journal of Banking & Finance*, 35(8), 2137-2147. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2011.01.009>
- Ding, A., Daugaard, D., & Linnenluecke, M. K. (2020). The future trajectory for environmental finance : Planetary boundaries and environmental, social and governance analysis. *Accounting & Finance*, 60(1), 3-14. <https://doi.org/10.1111/acfi.12599>
- Eccles, G. R., & Klimenko, S. (2019). *The Investor Revolution*. Harvard Business Publishing. <https://hbsp.harvard.edu/product/R1903G-PDF-ENG>
- Edmans, A., Pu, D., Zhang, C., & Li, L. (2023). Employee Satisfaction, Labor Market Flexibility, and Stock Returns Around the World.
- Esa, E., & Anum Mohd Ghazali, N. (2012). Corporate social responsibility and corporate governance in Malaysian government-linked companies. *Corporate*

Governance: The International Journal of Business in Society, 12(3), 292-305.
<https://doi.org/10.1108/14720701211234564>

- Fabozzi, F. J., Ma, K. C., & Oliphant, B. J. (2008). Sin Stock Returns.
- Fama, E. F., & French, K. R. (2015). A five-factor asset pricing model. *Journal of Financial Economics*, 116(1), 1-22. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2014.10.010>
- Flammer, C. (2015). Does Corporate Social Responsibility Lead to Superior Financial Performance ? A Regression Discontinuity Approach. *Management Science*, 61(11), 2549-2568. <https://doi.org/10.1287/mnsc.2014.2038>
- Flammer, C. (2021). Corporate green bonds. *Journal of Financial Economics*, 142(2), 499-516. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2021.01.010>
- Franco-Santos, M., Kennerley, M., Micheli, P., Martinez, V., Mason, S., Marr, B., Gray, D., & Neely, A. (2007). Towards a definition of a business performance measurement system. *International Journal of Operations & Production Management*, 27(8), 784-801. <https://doi.org/10.1108/01443570710763778>
- Freeman, R. E. (1984). *Strategic Management : A Stakeholder Approach*. Pitman.
- Freeman, R. E. (2010). *Strategic Management : A Stakeholder Approach*. Cambridge University Press. <https://doi.org/10.1017/CBO9781139192675>
- 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. <https://doi.org/10.1080/20430795.2015.1118917>
- Galbreath, J. (2013). ESG in Focus : The Australian Evidence. *Journal of Business Ethics*, 118(3), 529-541. <https://doi.org/10.1007/s10551-012-1607-9>
- Germain, C., & Trébucq, S. (2004). La performance globale de l'entreprise et son pilotage : Quelques réflexions.
- Gompers, P. A., Gornall, W., Kaplan, S. N., & Strebulaev, I. A. (2020). How do venture capitalists make decisions ? *Journal of Financial Economics*, 135(1), 169-190. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2019.06.011>
- Griffin, J. J., & Mahon, J. F. (1997). The Corporate Social Performance and Corporate Financial Performance Debate : Twenty-Five Years of Incomparable Research. *Business & Society*, 36(1), 5-31. <https://doi.org/10.1177/000765039703600102>
- Hakmaoui, I., & Loukili, A. (2015). La dynamique des systèmes de pilotage de la performance globale entre dissociation et intégration : Etude comparative.

- Halbritter, G., & Dorfleitner, G. (2015). The wages of social responsibility — where are they? A critical review of ESG investing. *Review of Financial Economics*, 26(1), 25-35. <https://doi.org/10.1016/j.rfe.2015.03.004>
- Halid, S., Abdul Rahman, R., Mahmud, R., Mansor, N., & Abdul Wahab, R. (2023). A Literature Review on ESG Score and Its Impact on Firm Performance. *International Journal of Academic Research in Accounting, Finance and Management Sciences*, 13(1), Pages 272-282. <https://doi.org/10.6007/IJARAFMS/v13-i1/15101>
- Haniffa, R. M., & Cooke, T. E. (2005). The impact of culture and governance on corporate social reporting. *Journal of Accounting and Public Policy*, 24(5), 391-430. <https://doi.org/10.1016/j.jaccpubpol.2005.06.001>
- Hill, C. W. L., & Jones, T. M. (1992). STAKEHOLDER-AGENCY THEORY. *Journal of Management Studies*, 29(2), 131-154. <https://doi.org/10.1111/j.1467-6486.1992.tb00657.x>
- Hoepner, A. G. F., Yu, P.-S., & Ferguson, J. (2010). Corporate Social Responsibility Across Industries : When Can Who Do Well by Doing Good ? *SSRN Electronic Journal*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.1284703>
- Humphrey, J. E., Lee, D. D., & Shen, Y. (2012). The independent effects of environmental, social and governance initiatives on the performance of UK firms. *Australian Journal of Management*, 37(2), 135-151. <https://doi.org/10.1177/0312896211410081>
- Ika, S. R., Yuliani, Okfitasari, A., & Widagdo, A. (2022). Factors influencing carbon emissions disclosures in high profile companies : Some Indonesian evidence. *IOP Conference Series: Earth and Environmental Science*, 1016, 012043. <https://doi.org/10.1088/1755-1315/1016/1/012043>
- Issor, Z. (2018). « La performance de l'entreprise : Un concept complexe aux multiples dimensions »: *Projectics / Proyética / Projectique*, n°17(2), 93-103. <https://doi.org/10.3917/proj.017.0093>
- Jacquet, S. (2011). *Management_de_la_performance__des_concepts_aux_outils*.
- Jones, P., Hillier, D., & Comfort, D. (2016). Sustainability in the hospitality industry : Some personal reflections on corporate challenges and research agendas. *International Journal of Contemporary Hospitality Management*, 28, 36-67. <https://doi.org/10.1108/IJCHM-11-2014-0572>

- Junius, D., Adisurjo, A., Rijanto, Y. A., & Adelina, Y. E. (2020). THE IMPACT OF ESG PERFORMANCE TO FIRM PERFORMANCE AND MARKET VALUE. *Jurnal Aplikasi Akuntansi*, 5(1), 21-41. <https://doi.org/10.29303/jaa.v5i1.84>
- Kamaludin, K., Ibrahim, I., Sundarasan, S., & Faizal, O. (2022). ESG in the boardroom : Evidence from the Malaysian market. *International Journal of Corporate Social Responsibility*, 7(1), 4. <https://doi.org/10.1186/s40991-022-00072-2>
- Khan, M., Serafeim, G., & Yoon, A. (2016). *Corporate Sustainability : First Evidence on Materiality*.
- Kim, S., & Li, Z. (Frank). (2021). Understanding the Impact of ESG Practices in Corporate Finance. *Sustainability*, 13(7), 3746. <https://doi.org/10.3390/su13073746>
- Kim, W. S., & Oh, S. (2019). Corporate social responsibility, business groups and financial performance : A study of listed Indian firms. *Economic Research-Ekonomska Istraživanja*, 32(1), 1777-1793. <https://doi.org/10.1080/1331677X.2019.1637764>
- Kotsantonis, S., Rehnberg, C., Serafeim, G., Ward, B., & Tomlinson, B. (2019). The Economic Significance of Long-Term Plans. *Journal of Applied Corporate Finance*, 31(2), 22-33. <https://doi.org/10.1111/jacf.12343>
- Kramer, M. R., & Porter, M. E. (2006). Stratégie et société : Le lien entre l'avantage concurrentiel et la responsabilité sociale des entreprises. *Revue d'affaires de Harvard*, 84(12), 78-92.
- Kuh, T., Shepley, A., Bala, G., & Flowers, M. (2020). *Dynamic Materiality : Measuring What Matters*. https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3521035
- Kuzey, C., Al-Shaer, H., Karaman, A., & Uyar, A. (2023). Public governance, corporate governance and excessive ESG. *Corporate Governance International Journal of Business in Society*, 23. <https://doi.org/10.1108/CG-01-2023-0028>
- Lee, D. D., Faff, R. W., & Langfield-Smith, K. (2009). Revisiting the Vexing Question : Does Superior Corporate Social Performance Lead to Improved Financial Performance ? *Australian Journal of Management*, 34(1), 21-49. <https://doi.org/10.1177/031289620903400103>
- Lee, D. D., Faff, R. W., & Rekker, S. A. C. (2013). Do high and low-ranked sustainability stocks perform differently ? *International Journal of Accounting & Information Management*, 21(2), 116-132. <https://doi.org/10.1108/18347641311312267>

- Lima Crisóstomo, V., De Souza Freire, F., & Cortes De Vasconcellos, F. (2011). Corporate social responsibility, firm value and financial performance in Brazil. *Social Responsibility Journal*, 7(2), 295-309. <https://doi.org/10.1108/174711111111141549>
- Linnenluecke, M. K. (2017). Resilience in Business and Management Research : A Review of Influential Publications and a Research Agenda. *International Journal of Management Reviews*, 19(1), 4-30. <https://doi.org/10.1111/ijmr.12076>
- Linnenluecke, M. K., Birt, J., Lyon, J., & Sidhu, B. K. (2015). Planetary boundaries : Implications for asset impairment. *Accounting & Finance*, 55(4), 911-929. <https://doi.org/10.1111/acfi.12173>
- Lo, S., & Sheu, H. (2007). Is Corporate Sustainability a Value-Increasing Strategy for Business ? *Corporate Governance: An International Review*, 15(2), 345-358. <https://doi.org/10.1111/j.1467-8683.2007.00565.x>
- Lokuwaduge, C. S. D. S., & Heenetigala, K. (2017). Integrating Environmental, Social and Governance (ESG) Disclosure for a Sustainable Development : An Australian Study. *Business Strategy and the Environment*, 26(4), 438-450. <https://doi.org/10.1002/bse.1927>
- Mabrouk, M. (2015). Modélisation et aide à la décision pour la conception d'une démarche d'amélioration continue durable d'un système complexe : Evaluation des performances et accompagnement des entreprises dans un projet de responsabilité sociétale [Phdthesis, Université de Bordeaux]. <https://theses.hal.science/tel-01228131>
- Mackie, E., Palit, I., Veeraraghavan, M., & Watson, J. (2018). Is Socially Responsible Investing More Risky? Australian Evidence. In G. Gal, O. Akisik, & W. Wooldridge (Éds.), *Sustainability and Social Responsibility: Regulation and Reporting* (p. 261-305). Springer Singapore. https://doi.org/10.1007/978-981-10-4502-8_12
- Margolis, J. D. (2007). DOES IT PAY TO BE GOOD ? A META-ANALYSIS AND REDIRECTION OF RESEARCH ON THE RELATIONSHIP BETWEEN CORPORATE SOCIAL AND FINANCIAL PERFORMANCE.
- Margolis, J. D., & Walsh, J. P. (2003). Misery Loves Companies : Rethinking Social Initiatives by Business. *Administrative Science Quarterly*, 48(2), 268-305. <https://doi.org/10.2307/3556659>
- Melinda, A., & Wardhani, R. (2020). The Effect of Environmental, Social, Governance, and Controversies on Firms' Value : Evidence from Asia. In W. A. Barnett & B. S. Sergi

- (Éds.), *International Symposia in Economic Theory and Econometrics* (p. 147-173). Emerald Publishing Limited. <https://doi.org/10.1108/S1571-038620200000027011>
- Niblock, S. J., Costa, B. A., Jakob, K., & Sinnewe, E. (2020). Risk-Adjusted Returns of Socially Responsible Mutual Funds II: How Do They Stack Up in Australia? *The Journal of Investing*, 29(2), 80-97. <https://doi.org/10.3905/joi.2019.1.113>
 - Olsen, C. (2022). An Overview of Key Sustainability Theories, Regulations and S ERP for Business Education, Business Research and Digital Business Practitioners. https://doi.org/10.1007/978-3-030-93464-4_57
 - Oprean-Stan, C., Oncioiu, I., Iuga, I. C., & Stan, S. (2020). Impact of Sustainability Reporting and Inadequate Management of ESG Factors on Corporate Performance and Sustainable Growth. *Sustainability*, 12(20), 8536. <https://doi.org/10.3390/su12208536>
 - Orlitzky, M., Schmidt, F. L., & Rynes, S. L. (2003). Corporate Social and Financial Performance: A Meta-Analysis. *Organization Studies*, 24(3), 403-441. <https://doi.org/10.1177/0170840603024003910>
 - Pham, T. N., Tran, P. P., Le, M.-H., Vo, H. N., Pham, C. D., & Nguyen, H.-D. (2022). The Effects of ESG Combined Score on Business Performance of Enterprises in the Transportation Industry. *Sustainability*, 14(14), 8354. <https://doi.org/10.3390/su14148354>
 - Plagge, J.-C., & Grim, D. M. (2020). Have Investors Paid a Performance Price? Examining the Behavior of ESG Equity Funds. *The Journal of Portfolio Management*, 46(3), 123-140. <https://doi.org/10.3905/jpm.2020.46.3.123>
 - Plumlee, M., Brown, D., Hayes, R. M., & Marshall, R. S. (2015). Voluntary environmental disclosure quality and firm value: Further evidence. *Journal of Accounting and Public Policy*, 34(4), 336-361. <https://doi.org/10.1016/j.jaccpubpol.2015.04.004>
 - Porter, E. M., & Kramer, R. K. (2011). Creating Shared Value. <https://hbr.org/2011/01/the-big-idea-creating-shared-value>
 - Przychodzen, J., Gómez-Bezares, F., Przychodzen, W., & Larreina, M. (2016). ESG Issues among Fund Managers—Factors and Motives. *Sustainability*, 8(10), 1078. <https://doi.org/10.3390/su8101078>
 - Przychodzen, J., & Przychodzen, W. (2013). Corporate sustainability and shareholder wealth. *Journal of Environmental Planning and Management*, 56(4), 474-493. <https://doi.org/10.1080/09640568.2012.685927>

- Renaud, A., & Berland, N. (2007). Mesure de la performance globale des entreprises.
- Revelli, C., & Viviani, J. (2015). Financial performance of socially responsible investing (SRI) : What have we learned ? A meta-analysis. *Business Ethics: A European Review*, 24(2), 158-185. <https://doi.org/10.1111/beer.12076>
- Schaltegger, S., & Wagner, M. (2011). Sustainable Entrepreneurship and Sustainability Innovation : Categories and Interactions. *Business Strategy and the Environment*, 20, 222-237. <https://doi.org/10.1002/bse.682>
- Serban, R.-A., Mihaiu, D. M., & Țichindelean, M. (2022). Environment, Social, and Governance Score and Value Added Impacts on Market Capitalization : A Sectoral-Based Approach. *Sustainability*, 14(4), 2069. <https://doi.org/10.3390/su14042069>
- Statman, M. (2006). Socially Responsible Indexes. *The Journal of Portfolio Management*, 32(3), 100-109. <https://doi.org/10.3905/jpm.2006.628411>
- Statman, M., & Glushkov, D. (2009). The wages of social responsibility.
- Takril, N. F., Sabri, S. A., Ika, S. R., & Jamlus, N. (2023). Assessing the Impact of Environmental, Social, and Governance (ESG) Factors on Corporate Performance : A Literature Review.
- Tarmuji, I., Maelah, R., & Tarmuji, N. H. (2016). The Impact of Environmental, Social and Governance Practices (ESG) on Economic Performance : Evidence from ESG Score. *International Journal of Trade, Economics and Finance*, 7(3), 67-74. <https://doi.org/10.18178/ijtef.2016.7.3.501>
- Turban, D. B., & Greening, D. W. (1997). Corporate Social Performance and Organizational Attractiveness to Prospective Employees. *Academy of Management Journal*.
- Tyagi, R., & Sharma, A. K. (2013). Corporate Social Performance and Corporate Financial Performance : A Link for the Indian Firms. *Issues In Social And Environmental Accounting*, 7(1), 4. <https://doi.org/10.22164/isea.v7i1.73>
- Velte, P. (2017). Does ESG performance have an impact on financial performance ? Evidence from Germany. *Journal of Global Responsibility*, 8(2), 169-178. <https://doi.org/10.1108/JGR-11-2016-0029>
- Watson, R. (2011). Ethical and socially responsible investment funds : Are they ethically and responsibly marketed? *Journal of Financial Regulation and Compliance*, 19(2), 100-110. <https://doi.org/10.1108/13581981111123825>

- Xie, J., Nozawa, W., Yagi, M., Fujii, H., & Managi, S. (2019). Do environmental, social, and governance activities improve corporate financial performance ? *Business Strategy and the Environment*, 28(2), 286-300. <https://doi.org/10.1002/bse.2224>
- Zhao, C., Guo, Y., Yuan, J., Wu, M., Li, D., Zhou, Y., & Kang, J. (2018). ESG and Corporate Financial Performance : Empirical Evidence from China's Listed Power Generation Companies. *Sustainability*, 10(8), 2607. <https://doi.org/10.3390/su10082607>
- Zuraida, Z., Houqe, N., & van Zijl, T. (2016). Value Relevance of Environmental, Social, and Governance Disclosure (SSRN Scholarly Paper 2722917). Social Science Research Network. <https://doi.org/10.2139/ssrn.2722917>