

UNIVERSITÉ DU QUÉBEC À MONTRÉAL

LE LIEN ENTRE LA PERFORMANCE ESG ET LA PERFORMANCE FINANCIÈRE PENDANT LA CRISE DE
LA COVID-19 : LE CAS DES ENTREPRISES CANADIENNES

MÉMOIRE

PRÉSENTÉ(E)

COMME EXIGENCE PARTIELLE

MAÎTRISE EN COMPTABILITÉ, CONTRÔLE, AUDIT

PAR

PAULA DA COSTA PICERNI

Hiver 2024

UNIVERSITÉ DU QUÉBEC À MONTRÉAL
Service des bibliothèques

Avertissement

La diffusion de ce mémoire se fait dans le respect des droits de son auteur, qui a signé le formulaire *Autorisation de reproduire et de diffuser un travail de recherche de cycles supérieurs* (SDU-522 – Rév.07-2011). Cette autorisation stipule que «conformément à l'article 11 du Règlement no 8 des études de cycles supérieurs, [l'auteur] concède à l'Université du Québec à Montréal une licence non exclusive d'utilisation et de publication de la totalité ou d'une partie importante de [son] travail de recherche pour des fins pédagogiques et non commerciales. Plus précisément, [l'auteur] autorise l'Université du Québec à Montréal à reproduire, diffuser, prêter, distribuer ou vendre des copies de [son] travail de recherche à des fins non commerciales sur quelque support que ce soit, y compris l'Internet. Cette licence et cette autorisation n'entraînent pas une renonciation de [la] part [de l'auteur] à [ses] droits moraux ni à [ses] droits de propriété intellectuelle. Sauf entente contraire, [l'auteur] conserve la liberté de diffuser et de commercialiser ou non ce travail dont [il] possède un exemplaire.»

REMERCIEMENTS

Je remercie l'attention, l'empressement et la patience de toute ma famille, des professeurs et de l'équipe de l'UQAM, des collègues et des connaissances qui m'ont aidé pendant cette recherche, en me consacrant leur temps, leur énergie et leur gentillesse pour que je puisse vaincre des moments difficiles et réussir ce nouveau défi.

Aux professeurs dont les cours excellents ont contribué à élargir mes horizons : Mme Paulina Arroyo, Mme Dicko Saidatou, Mme Camélia Radu, M. Richard Fontaine, M. Marc Chabot et M. Robert Robillard.

À la Professeure Mme Khemakhem mon remerciement particulier pour sa sagesse, ses connaissances et pour être une personne spéciale dont le souvenir restera pour toujours dans ma mémoire en raison de son appui et de ses critiques essentielles pour ma croissance.

DÉDICACE

À mon mari, père de mes enfants, vivant éternellement
dans mon cœur.

À ma mère, et mes sœurs dont la compréhension m'a
permis d'être qui je suis.

À mes enfants, qui m'inspirent et me donnent de la force.

À Mme Khemakhem pour son soutien qui m'a permis
d'arriver jusqu'ici.

TABLE DES MATIÈRES

REMERCIEMENTS	ii
DÉDICACE	iii
LISTE DES FIGURES	vi
LISTE DES TABLEAUX	vii
RÉSUMÉ.....	viii
ABSTRACT	ix
INTRODUCTION	1
CHAPITRE 1 CADRE THÉORIQUE	6
1.1 Introduction	6
1.2 L'évolution du concept de parties prenantes.....	7
1.3 La théorie de parties prenantes par rapport au lien entre la performance ESG et la performance financière	9
1.4 Les limites de la théorie de parties prenantes	12
1.5 Conclusion.....	14
CHAPITRE 2 REVUE DE LITTÉRATURE ET DÉVELOPPEMENT DES HYPOTHÈSES	15
2.1 Introduction	15
2.2 La performance ESG.....	15
2.3 La performance financière.....	16
2.4 Le lien entre la performance ESG et la performance financière	18
2.5 Le lien entre la performance ESG et la performance financière dans des périodes de crise	19
2.6 Hypothèse de recherche.....	25
2.7 Conclusion.....	25
CHAPITRE 3 MÉTHODOLOGIE DE LA RECHERCHE.....	26
3.1 Introduction	26
3.2 Aperçu des événements liés à la COVID dans le contexte canadien.....	27
3.3 L'échantillon.....	28
3.4 Intervalle de l'étude.....	32
3.5 Collecte de données.....	32

3.6	Traitement de donnés	33
3.7	Modèle de recherche.....	34
3.8	Mesure de variables.....	36
3.8.1	La performance financière.....	36
3.8.2	La performance ESG	39
3.8.2.1	La notation ESG S&P	40
3.8.2.2	La notation ESG MSCI	40
3.9	Les variables de contrôle	41
3.9.1	La taille.....	42
3.9.2	La trésorerie.....	43
3.9.3	Le levier financier.....	44
3.10	Conclusion.....	46
CHAPITRE 4 ANALYSE ET INTERPRÉTATION DES RÉSULTATS		47
4.1	Introduction	47
4.2	Analyse des statistiques descriptives	47
4.3	Matrice de corrélation	49
4.4	Analyses multivariées	51
4.4.1	Résultats du test d’hypothèse : le rendement du cours boursier comme variable dépendante	51
4.4.2	Résultats du test d’hypothèse : le retour sur actifs (en anglais ROA) comme variable dépendante	52
4.4.3	Résultats pour le test d’hypothèse : les variables binaires	53
4.4.4	Test de robustesse	55
4.4.5	Synthèse de résultats.....	57
CONCLUSION.....		58
BIBLIOGRAPHIE.....		62

LISTE DES FIGURES

Figure 3.1 Le cours de l'indice S&P/ TSX	28
Figure 3.2 Parcours sur les sources de données	31
Figure 3.3 Définition et mesure des variables	46
Figure 4.1 Synthèse des résultats de la recherche	57

LISTE DES TABLEAUX

Tableau 2-1 Résumé des études	23
Tableau 3-1 Détails de la sélection de l'échantillon final	30
Tableau 4-1 Statistiques descriptives des variables continues.....	48
Tableau 4-2 Matrice de corrélation de Pearson	49
Tableau 4-3 Résultats des régressions (2020 et 2021 ensemble - 24 mois).....	55

RÉSUMÉ

L'objectif de cette étude est de vérifier si les entreprises canadiennes ayant une meilleure performance socio-environnementale, environnementale et sociale (ESG), mesurée par la notation ESG calculée par l'agence S&P, ont obtenu une meilleure performance financière, mesurée par le rendement du cours des actions à la bourse et le retour sur actifs (en anglais return on assets - ROA), pendant la période qui s'étale du 1^{er} janvier 2020 au 31 décembre 2021 (954 observations entreprise/année) et il couvre donc la crise de la COVID-19. Les résultats obtenus montrent un lien positif entre la performance ESG et la performance financière des entreprises, surtout pendant le cycle haussier du marché observé à la fin 2020 sur le cours de l'indice S&P/ TSX. Au contraire, le lien entre la performance ESG et la performance financière n'était pas significatif au moment où le marché a connu sa pire baisse, à la fin du premier trimestre 2020.

Mots clés : performance ESG – performance financière – COVID-19 – Canada

ABSTRACT

The purpose of this study is to investigate whether Canadian companies with better Environmental, Social and Governance (ESG) performance, measured by the ESG score calculated by S&P, have obtained better financial performance, measured by stock performance and return on assets (ROA), during the period from January 1, 2020 to December 31, 2021 (954 firm-year observations), which covers the COVID-19 crisis. The results show a positive association between ESG performance and the financial performance of companies, especially during the bull market observed at the end of 2020 on the performance of the S&P/TSX index. However, there is no association between ESG performance and financial performance during the market downturn at the end of the first quarter of 2020.

Keywords : ESG performance – financial performance – COVID-19 – Canada

INTRODUCTION

La question « *To whom are corporations accountable ?* » (Macintosh, 1999, p. 139) qui est à l'origine du débat entre Berle (1931, 1932) et Dodd (1932, 1935) au début des années 30 continue à provoquer de profondes discussions dans le sein du milieu académique et de celui des affaires jusqu'aujourd'hui (Bebchuk & Tallarita, 2020 ; Macintosh, 1999; Margolis & Walsh, 2003 ; McWilliams & Siegel, 2001). Les discussions tournent autour de deux pôles : d'un côté, si les entreprises doivent maximiser la valeur actionnariale (l'approche actionnariale) (Friedman, 1970), ou d'autre côté, si elles doivent prendre en compte le bien-être des parties prenantes (l'approche des parties prenantes) (Freeman, 2010). L'intérêt pour ce débat a augmenté spécialement lors des périodes d'incertitude comme celles provoquées par la crise financière mondiale de 2008-2009 et, plus récemment, celle du krach boursier entraîné par la COVID-19 (Bae *et al.*, 2021 ; Macintosh, 1999).

Les discussions touchent le rôle fondamental des entreprises et leur fonction dans une société capitaliste et tournent autour de deux approches : la première appelée de l'approche actionnariale qui soutient que les entreprises ne doivent pas être considérées comme responsables que vis-à-vis de leurs actionnaires (Berle, 1931, 1932; Friedman, 1970), et la deuxième appelée l'approche des parties prenantes (Dodd, 1932, 1935 ; Freeman, 2010 ; McWilliams & Siegel, 2001) où les entreprises étaient encore responsables des parties prenantes.

Sur la perspective de l'approche actionnariale défendue par Berle (1931, 1932) ainsi que par la vision néoclassique de l'économie et plusieurs théories de gestion (Eccles *et al.*, 2014), la seule responsabilité de l'entreprise est de maximiser ses bénéfices, tout en se conformant aux règles de base du marché (Friedman, 1970). En maximisant les richesses des actionnaires, l'entreprise récompense aussi la société et, en conséquence, elle n'a pas besoin de se soucier des parties prenantes, une fois que tous seraient directement ou indirectement bénéficiés (Jensen, 2010). Selon ce courant, les dirigeants sont les agents des actionnaires, et leur responsabilité première est envers eux (Friedman, 1970).

D'autre part, pour Dodd (1932, 1935), l'approche des parties prenantes est bénéfique pour les affaires, dans le sens qu'elle fait partie d'une stratégie de l'entreprise à long terme, laquelle la distingue des

concurrents, et ainsi, elle crée de la valeur (Macintosh, 1999). La gestion des parties prenantes entraîne des avantages à la compagnie parce qu'elle contribue à la réussite de la performance organisationnelle (Donaldson & Preston, 1995; Khan, 2022; Post *et al.*, 2022). Une gestion qui se soucie des parties prenantes pourrait aussi être utile à l'entreprise lorsqu'elle traverse des périodes difficiles ou de turbulence (Freeman, 2010) en augmentant la capacité d'adaptation de l'entreprise aux demandes externes.

De nos jours, une vague de soutien aux questions Environnementale, Social et de Gouvernance (ESG) suscite l'intérêt croissant pour l'approche des parties prenantes. Par exemple, en 2019, le Business Roundtable (BRT) a changé sa déclaration concernant l'objet d'une société après 22 ans de maximisation des retours aux actionnaires en proposant la création de la valeur pour bénéficier toutes les parties prenantes – clients, employés, fournisseurs, communautés et actionnaires (Business Roundtable, 2019). Un ensemble de bonnes pratiques et des dispositions réglementaires ont été définies et sont constamment actualisées, pour mieux informer le public sur les questions ESG telles que les normes du Sustainability Accounting Standards Board (SASB) (SASB Standards, 2023) et du Task Force on Climate-related Financial Disclosures (TCFD) (Task Force on Climate-related Financial Disclosures, 2023). Les mouvements qui militent pour des causes sociales ont eu de répercussions partout dans le monde, comme les manifestations du mouvement Black Lives Matter (La vie des Noirs compte) aux États-Unis. Le nombre de signataires du Principles for Responsible Investment (PRI) des Nations Unies n'a fait qu'augmenter chaque année (Principles for Responsible Investment, 2023) et les notations ESG ont également proliféré au cours de la dernière décennie (Bae *et al.*, 2021; Bergman, 2020; Díaz *et al.*, 2021).

Dans le débat actuel, l'essentiel est de comprendre si la performance ESG soutient la performance financière des entreprises y compris dans des périodes d'incertitude du marché (Bae *et al.*, 2021). La performance ESG permet d'évaluer comment les entreprises incorporent les facteurs environnementaux, le « E », sociale, le « S » et de gouvernance, le « G » dans leurs activités (Gillan *et al.*, 2021).

D'après le courant de l'approche actionnariale, Renneboog *et al.* (2014) soutient que l'investissement sur l'approche ESG ne serait qu'une manifestation de problèmes d'agence. Il peut arriver que les dirigeants s'engagent dans les initiatives ESG pour lui apporter des bénéfices, ce qui se produit inévitablement au détriment de la profitabilité attendue par les actionnaires (Friedman, 1970), ce qui diminue la compétitivité de l'entreprise et, en conséquence, sa performance financière (Jensen, 2010).

D'autre côté, la coopération dans les relations avec les parties prenantes ou la pratique de l'approche des parties prenantes qui est la base de la théorie des parties prenantes est nécessaire à la création de la valeur de l'organisation (Freeman, 2010). Les entreprises plus performantes en matière d'ESG peuvent avoir, par exemple, un capital moins cher, courir moins de risques de dévaluation et avoir des actionnaires plus satisfaits avec la gestion (Serafeim, 2020). En plus, des relations proches aux communautés pourraient obtenir des avantages auprès du gouvernement, comme des allègements fiscaux et/ou la réduction de la réglementation (Waddock & Graves, 1997).

La crise entraînée par la COVID-19 n'a fait qu'intensifier le support à l'approche des parties prenantes, une fois que les questions ESG ont été l'objet de plus d'attention dans le contexte de crise économique, de santé et de justice sociale (Bae *et al.*, 2021; Bergman, 2020; Steblianskaia *et al.*, 2023). Également, cette crise a exacerbé des incertitudes sur le marché financier mondial, même si le système financier était plus solide que lors des crises précédentes, soit la crise financière globale de 2008 ou la grande dépression de 1929 (Ryssdal & Wiles, 2020). Sa vitesse, son imprévisibilité et sa nature disruptive ont soudainement déclenché une crise sans précédent à l'échelle mondiale (Ramelli & Wagner, 2020).

Le fait est que, par rapport à d'autres pandémies comme la grippe espagnole de 1918 et l'influenza de 1957 et de 1958, la COVID-19 est de loin la maladie infectieuse qui a touché le plus le marché boursier (Baker *et al.*, 2020). Alors, les entreprises qui ont créé des stratégies pour préserver la performance financière dans un environnement turbulent sont plus valorisées que jamais (Cheema-Fox *et al.*, 2021; Lv *et al.*, 2019).

Au cours des dernières décennies, une vaste littérature empirique cherche le lien entre la performance ESG et la performance financière, en s'appuyant surtout sur la théorie des parties prenantes et les modèles de régression, principalement sur l'échantillon des entreprises américaines, chinoises et européennes. Les résultats sont hétérogènes, parfois contradictoires, malgré cela, la majorité des études suggère que l'adhésion aux activités ESG apporte aux entreprises des avantages financiers (Busch & Friede, 2018; Friede *et al.*, 2015; Orlitzky *et al.*, 2003; Khan, 2022).

Dans la nouvelle littérature émergente, apparue dans le contexte de crise, il y a aussi une prédominance de résultats positifs par rapport au lien entre la performance ESG et la performance financière sur l'échantillon des entreprises situées surtout aux États-Unis, en Chine et en Europe. D'autre part, les

auteurs se fondent sur des perspectives différentes pour expliquer le lien entre la performance ESG et la performance financière.

Certains auteurs s'appuient sur la maxime « *doing well by doing good* » (Aydoğmuş *et al.*, 2022; Albuquerque *et al.*, 2020; Broadstock *et al.*, 2021; Díaz *et al.* 2021; Ding *et al.*, 2021; Hwang *et al.*, 2021; Yoo *et al.*, 2021), d'autres explorent les politiques ESG pour fidéliser les clients (Albuquerque *et al.*, 2020) et pour d'autres encore, l'investissement en immobilisation incorporelle (Demers *et al.*, 2021) et la situation financière de l'entreprise (Ding *et al.*, 2021; Ramelli & Wagner, 2020), par exemple, sont plus importants en temps de crise. Par ailleurs, plusieurs auteurs profitent aussi du krach boursier inespéré et exogène à l'économie, provoqué par la COVID-19, pour contourner des contraintes de longue date dans la littérature empirique : la relation de causalité (Busch & Friede, 2018; Orlitzky *et al.*, 2003) et d'endogénéité (Khan, 2022) entre la performance ESG et la performance financière.

La littérature qui analyse le lien entre la performance ESG et la performance financière des entreprises pendant la crise ne fait qu'augmenter, et bien que ce rapport soit exploré à partir de différents contextes et points de vue différents, au Canada, cette littérature est limitée. En plus, la question ESG au Canada semble être une condition sine qua non. Non seulement l'économie canadienne tourne autour d'industries très polluantes tels que le pétrole, le gaz et les minéraux (Le Gouvernement du Canada, 2022), mais encore le marché boursier a une grande concentration de sociétés cotées en bourse, qui sont contrôlées par des familles (La Banque Nationale, 2022) lesquelles sont orientées plutôt vers le long terme et également aux questions ESG (PWC, 2023).

Alors, la présente étude se penche sur l'observation du lien entre la performance ESG et la performance financière dans un contexte de crise, au Canada. La question de recherche est la suivante : La performance ESG a-t-elle été reliée à la performance financière des entreprises canadiennes pendant la crise de la COVID-19 ?

Cette étude vise à contribuer à la littérature empirique concernant le lien entre la performance ESG et la performance financière, observé dans le contexte particulier de la crise de la COVID-19. Il est important de faire l'analyse de ce lien tout en démontrant, d'une manière quantitative, qu'il vaut la peine, autant pour l'environnement que pour les entreprises, de fomentier des mesures et des actions ESG pour attirer l'attention des intervenants du marché sur les questions ESG, ce qui peut aussi les stimuler à mettre en place des plans concrets pour une transition vers une économie durable. En ce qui concerne les organismes

régulateurs, par exemple, les analyses du présent mémoire pourraient leur fournir des arguments valables pour qu'ils établissent davantage des politiques et des réglementations visant à encourager le marché financier à faire des investissements responsables.

Pour les investisseurs, les résultats de cette étude peuvent les aider à faire de meilleures allocations de portefeuille basées sur des critères de développement durable, par exemple, en utilisant les notations ESG des entreprises comme si elles étaient une mesure additionnelle de la performance des entreprises au-delà d'autres mesures traditionnelles utilisées par le marché financier tel que le risque et le rendement des actions.

Du côté des entreprises, la présente étude peut également leur présenter les avantages financiers liés à leur performance qui découlent de leurs décisions d'investissements tournés vers les questions ESG, en leur offrant des éléments chiffrés basés sur des mesures de performance connues et acceptées par le marché, soit la notation ESG, soit les mesures de la performance financière, à savoir, le rendement des actions et le retour sur actifs (en anglais return on assets - ROA), pour prendre des décisions stratégiques en harmonie avec la performance financière et les besoins sociaux et environnementaux.

Le présent mémoire est divisé en cinq chapitres. Dans le premier, sera développé le cadre théorique utilisé dans son élaboration. Dans le deuxième sera exposé un résumé de la littérature académique pertinente pour expliquer le rapport entre la performance ESG et la performance financière. Dans le troisième sera faite la description de la méthodologie utilisée pour répondre à l'hypothèse de ce travail. Dans le quatrième, nous discuterons les résultats et les analyses observés dans l'échantillon. Et, finalement, dans le dernier chapitre, nous présenterons la conclusion de l'étude.

CHAPITRE 1

CADRE THÉORIQUE

1.1 Introduction

Le modèle capitaliste tel que celui proposé par l'approche actionnariale qui cherche avant tout les gains des actionnaires (Friedman, 1970) en maximisant la performance financière des entreprises sans tenir en compte les impacts des affaires sur la société dans son ensemble, notamment les questions ESG – au moyen d'un commerce de plus en plus globalisé qui a nui la production et la consommation en masse au cours des dernières décennies –, a contribué à l'émergence des principaux défis du XXI^e siècle : l'augmentation des inégalités sociales à l'intérieur du pays et entre les nations, la dégradation de l'environnement, le réchauffement climatique, les crises économiques, parmi d'autres, etc. (Freeman, 2010).

Par conséquent, dans le milieu des affaires, la gestion des entreprises est mise à l'épreuve à propos des questions ESG, afin de minimiser autrement ces problèmes. Les employés, par exemple, qui font partie des multiples parties prenantes qui peuvent affecter les entreprises ou sont affectées par leur gestion (Freeman, 2010), militent pour des contrats plus justes et des conditions d'égalité de race, sexe ou genre. Les consommateurs sont de plus en plus exigeants à l'égard de la qualité des produits, tout en considérant leurs impacts sur l'environnement (Freeman, 2010). De nombreux mouvements environnementaux sont organisés pour protéger la qualité de l'air, de l'eau et les ressources, ainsi que pour attirer l'attention des médias sur les questions sociales comme les inégalités au sein des corporations, l'augmentation de la portée du gouvernement, parmi d'autres. (Freeman, 2010).

La théorie des parties prenantes émerge en proposant de surmonter ces tensions et s'attaquant à trois questions managériales majeures qui en découlent, selon Freeman *et al.* (2010) : (i) le problème de la création de la valeur et du commerce dans un environnement turbulent; (ii) le problème de maintenir l'éthique dans une société purement capitaliste qui cherche surtout l'apporte économique de l'entreprise et (iii) le problème pratique de changer la mentalité des gestionnaires qui est fondée sur des théories traditionnelles ce qui, dans la conception de ces auteurs, ne tient pas compte des problèmes cités dans (i) et (ii).

Le contexte dans lequel la théorie des parties prenantes a émergé – et dans lequel les prémisses de cette théorie se sont fondées – a particulièrement des rapports avec l’objectif de cette recherche. Cette étude investigate le lien entre la performance ESG et la performance financière dans des moments de crise, ainsi que la théorie des parties prenantes analyse la relation entre les deux et reconnaît son importance dans des périodes de turbulence. La théorie des parties prenantes apporte des mesures qui permettent d’équilibrer la relation entre la performance ESG et la performance financière prenant en compte surtout les défis de gestion vécus au XXI^e siècle.

Pour cela, la relation entre la performance ESG et la performance financière sera analysée dans le présent mémoire sous la lumière de la théorie de parties prenantes. Dans ce chapitre seront présentés les piliers fondamentaux de la théorie de parties prenantes, ainsi que leurs rapports avec l’objectif de notre recherche.

1.2 L’évolution du concept de parties prenantes

La première mention au terme parties prenantes que l’on a pu retrouver, c’est une brève communication interne du Stanford Research Institute (actuel SRI International, Inc) élaborée en 1963, qui le définit comme étant les groupes nécessaires à la survie de l’entreprise, comportant originalement les actionnaires, les employés, les clients, les fournisseurs, les créanciers et la propre entreprise (Freeman, 2010).

Entre les années 70 et 80, plusieurs disciplines et théories de gestion ont commencé à incorporer, total ou partiellement, le concept de parties prenantes, notamment dans des études réalisées dans l’Applied Research Center et le Busch Center de Wharton, surtout les académiciens du domaine de la responsabilité sociale corporative (Freeman *et al.*, 2010).

La littérature de la planification corporative, par exemple, a employé certains aspects généraux du concept de parties prenantes dans l’identification d’opportunités et de menaces de l’environnement extérieur à l’entreprise. Cependant, selon le contexte, il y avait la prédominance de certains groupes par rapport aux autres, ainsi comme la contribution économique du groupe à la société était plus important que la contribution de la dimension sociale (Freeman, 2010). La théorie de systèmes a exploré l’aspect de coopération et de participation du concept de parties prenantes, pour que les entreprises et chacune de

leurs parties prenantes planifient mieux l'avenir de l'organisation, et le domaine de la responsabilité sociale a donné une plus grande emphase aux employés et aux groupes qui étaient liés aux questions environnementales et sociales (Freeman, 2010). Le concept de parties prenantes s'est rapproché davantage de la définition élaborée par le SRI dans la littérature de la théorie des organisations, laquelle propose que les parties prenantes sont les groupes qui ont de disputes avec les entreprises et auxquelles celles-ci font des revendications (Freeman, 2010).

Toutes ces applications distinctes du concept de parties prenantes ont été essentielles tout au long du temps pour les légitimer dans les stratégies d'affaires des organisations, le domaine dans lequel le concept de parties prenantes s'est le plus développé, vu que non seulement il a vraiment commencé à intégrer les stratégies des organisations, mais il a également passé d'un univers plus théorique à celui plus pratique, en présumant ainsi une posture plus orientée vers l'action (Freeman, 2010).

Le besoin d'adaptation des organisations aux changements constants et défiants d'une ambiance de plus en plus complexe a permis que les parties prenantes, essentielles à la survie des affaires, non seulement s'élargissent au-delà des propriétaires des institutions (ex. : employés, clients, environnementalistes, etc.), comme a été explicité dans la dernière session, mais il a aussi permis que les parties prenantes subissent une modification dans son rôle et dans son importance, tout au long des dernières décennies (Freeman, 2010). Ainsi, il surgit de plus en plus de groupes de parties prenantes qui supposent des rôles différents, ayant aussi une importance variée dans l'environnement intérieur des organisations.

Par exemple, selon Freeman (2010), depuis quelques années, le secteur public influence, directement ou indirectement les politiques corporatives, soit pour bénéficier les employés ou les clients, ou encore diminuer les disparités économiques et sociales de la société en général. De la même façon, des organisations internationales telles que La Banque Mondiale (en anglais World Bank - WB), le Fonds Monétaire International (en anglais International Monetary Fund - IMF) et les Nations Unies (en anglais United Nation - UN) peuvent aussi modifier l'orientation du sens des affaires, par leurs décisions prises collégialement et leurs commandements. Une autre partie prenante importante dans le contexte actuel de communication de masse et de ressources technologiques, tels que nous disposons à présent, ce sont les médias (Freeman, 2010).

1.3 La théorie de parties prenantes par rapport au lien entre la performance ESG et la performance financière

La théorie des parties prenantes suggère une vision plus large du modèle managérial économique traditionnel qui privilégie seulement les actionnaires, tout en conservant la prééminence de la performance financière des entreprises. Elle soutient le changement d'une gestion basée purement sur l'actionnariat en la remplaçant par une vision concentrée sur les multiples parties prenantes (fournisseurs, consommateurs, employés et leurs syndicats, les actionnaires, le gouvernement, etc.) en raison de leur influence et de leur rôle joué dans la poursuite des objectifs financiers de la compagnie et de son succès (Freeman, 2010). Ainsi, le capitalisme devrait être basé sur l'éthique et la moralité et les parties prenantes devraient être reconnues comme essentielles pour la création de la valeur et le développement des affaires (Freeman, 2010; Post *et al.*, 2022).

Ainsi que les principes de gestion proposés par la théorie des parties prenantes, les activités fondées sur la notion ESG élargissent l'objet de l'activité des entreprises au-delà des objectifs financiers – surtout le facteur environnemental, le « E », étant donné que le facteur social, le « S » concerne les parties prenantes et le « G » se rapporte à la gouvernance de ces deux éléments. Les initiatives de développement durable sont à la fois morales et éthiques, vu qu'elles contribuent aux intérêts de la société dans son ensemble et protègent les ressources naturelles dont nous avons tellement besoin. En ce sens, les éléments de base de la théorie des parties prenantes contribuent à la compréhension de la relation entre la performance ESG et la performance financière.

De façon générale, la théorie des parties prenantes recouvre un ensemble de propositions qui suggèrent que les dirigeants ont des obligations éthiques non seulement envers leurs parties prenantes, mais aussi envers la société, notamment par moyen des facteurs ESG, ce qui s'inscrit dans une longue tradition de réflexions sur le rôle de l'entreprise, de ses dirigeants et la nature de leurs obligations envers le reste de la société (Freeman, 2010).

Dans ce modèle, au moyen d'une gestion collaborative et par l'intermédiaire du capitalisme durable, centré sur les parties prenantes et sur les questions ESG, l'éthique dans le capitalisme des affaires est le pilier qui équilibre les relations et les intérêts existant entre l'entreprise, les individus et les groupes qui font partie de leurs échanges et la société elle-même. Par conséquent, la gestion vise non seulement à l'effectivité du point de vue du profit, mais également du côté moral où la maximisation de la valeur actionnariale est une réussite, pourvu que les intérêts des parties prenantes et de la société soient

satisfaits. Alors, on parle du capitalisme des parties prenantes ou l'approche des parties prenantes (Freeman *et al.*, 2010).

Sur ces principes, la valeur est créée par la coopération, la collaboration et le respect dans les relations entre les parties prenantes, ce qui est important, par exemple, pour aider l'entreprise à traverser des périodes de turbulence (Freeman, 2010). L'engagement de multiples parties prenantes dans le maximum de relations gagnant-gagnant est à la base de la création de la valeur durable et continue (Freeman, 2010). Dans ce sens, la gestion des parties prenantes est considérée comme essentielle à la réussite de la performance organisationnelle (Donaldson & Preston, 1995; Khan, 2022; Post *et al.*, 2022).

Pour ce qui regarde les initiatives ESG, les relations entre les entreprises et leurs parties prenantes, évidemment abordées dans la théorie des parties prenantes, sont élargies, comportant d'autres questions importantes de la société actuelle, telles que les questions environnementales et de gouvernance. Les entreprises qui ont l'éthique comme principe dans leurs affaires et se soucient des parties prenantes dans leurs activités, aussi bien que des alentours dans lesquels elles s'insèrent pour atteindre leurs objectifs financiers, incorporent invariablement les pratiques ESG dans leurs activités. En ce sens, sous les lumières de la théorie des parties prenantes, les initiatives ESG contribuent à la maximisation de la performance financière (Freeman, 2010).

Ainsi, le rapport entre la performance ESG et la performance financière trouve des fondements dans les notions de base de la théorie des parties prenantes. Par l'intermédiaire de leur participation au développement durable, les initiatives ESG renforcent la relation de respect existant entre les parties prenantes et la société, vu qu'elles prennent en compte l'environnement et la société en général (Freeman, R. E., 2010). De cette façon, le fait d'incorporer ces initiatives ESG dans les activités de l'entreprise, en suivant la théorie des parties prenantes, contribue à l'amélioration de la performance financière.

Les concepts de la théorie des parties prenantes consacrés au contexte managérial sont employés de façon variée dans la littérature. Par exemple, Donaldson et Preston (1995) ont identifié trois perspectives dans lesquelles la théorie des parties prenantes est employée dans la littérature, à savoir : le courant descriptif, le courant normatif et le courant instrumental.

Le premier s'appuie sur la description des caractéristiques et comportements spécifiques de l'entreprise, tels que sa nature et son modèle de gestion. Le deuxième justifie que les objectifs financiers de l'entreprise

soient atteints comme conséquence naturelle de relations entre l'entreprise, qui a une obligation éthique et morale avec la société, et son environnement, lequel a des intérêts légitimes concernant cette société. Le troisième cherche le lien entre la gestion fondée sur les principes de la théorie des parties prenantes et les mesures de performance financière de la compagnie, en s'inspirant de l'une de ses premières définitions, étant donné que sans le support des parties prenantes, l'entreprise pourrait disparaître (Donaldson & Preston, 1995).

Bien que les perspectives de Donaldson et Preston (1995) disposent de prismes de la théorie des parties prenantes très différents dans la littérature, toutes traitent, dans un degré plus grand ou plus petit et d'une manière ou d'une autre, de l'association entre la performance ESG et la performance financière. La différence entre elles concerne seulement la manière dont ce rapport est justifié dans les études scientifiques, c'est-à-dire, d'une façon descriptive ou quantitative. Ces perspectives sont complémentaires et s'influencent les unes les autres.

En particulier, la présente recherche s'inscrit dans l'approche instrumentale dans la perspective de Donaldson et Preston (1995). De même que ces auteurs quantifient les impacts financiers aux entreprises d'une gestion qui se soucient des leurs parties prenantes, ce mémoire a pour but de comprendre, du point de vue quantitatif, le lien entre la performance ESG et la performance financière.

Pour mesurer si l'engagement des entreprises et leurs parties prenantes a effectivement pour résultat des performances financières supérieures, les auteurs qui appartient au courant instrumental évaluent concrètement, le rapport entre les mesures qui visent à déterminer les compagnies fidèles aux principes de la théorie des parties prenantes, telles que la notation ESG ou seulement la note de la dimension sociale, par exemple, et plusieurs indicateurs de la performance financière, comme la rentabilité, la croissance de ventes, le cours boursier, parmi d'autres, etc. (Albuquerque *et al.*, 2020; Bae *et al.* 2021; Chollet & Sandwidi, 2018; Ding *et al.*, 2021; Garcia, 2017; Lins *et al.*, 2016)

En évaluant la connexion entre la gestion fondée sur les principes de la théorie des parties prenantes et les mesures de performance financière corporatives traditionnelles, des études suggèrent les implications financières d'une gestion qui se soucie soit de leurs parties prenantes et de l'environnement, soit des questions ESG, en soulignant l'importance d'établir des relations constructives et collaboratives entre les acteurs, dans l'accomplissement des objectifs de l'entreprise (Donaldson & Preston, 1995).

Dans le courant littéraire qui cherche le lien entre la performance ESG et la performance financière, dans lequel la théorie des parties prenantes est largement utilisée (Garcia, 2017; Khan, 2022; Servaes & Tamayo, 2013), plusieurs auteurs utilisent les notations ESG pour mesurer la satisfaction des parties prenantes, par exemple, et ainsi, évaluer le rapport entre la performance ESG et la performance financière (Albuquerque *et al.*, 2020; Aydoğmuş *et al.*, 2022; Bae *et al.*, 2021; Garcia, 2017; Khan, 2022). La littérature qui s'appuie sur ce modèle soutient qu'avoir de bonnes relations avec les parties prenantes contribue à une meilleure aptitude d'adaptation aux demandes externes, à l'amélioration de l'efficacité organisationnelle et opérationnelle et, par conséquent, à une meilleure performance financière (Orlitzky *et al.*, 2003).

En plus, des employés satisfaits contribuent à l'augmentation de la productivité ; des relations proches avec les communautés pourraient entraîner des avantages auprès du gouvernement, comme des allègements fiscaux ou la réduction de la réglementation (Waddock & Graves, 1997). Ainsi, sous la lumière de la théorie des parties prenantes, l'approche ESG pourrait contribuer à la création de la valeur de l'entreprise dans les relations des affaires du modèle capitaliste du XXI^e siècle (Freeman *et al.*, 2010).

1.4 Les limites de la théorie de parties prenantes

Dans la littérature académique, la théorie de parties prenantes se distingue d'autres théories par sa capillarité et l'utilisation dans de différents contextes et disciplines. Cependant, en même temps, nombreuses sont les controverses concernant l'ample concept du terme parties prenantes, leur application au sein des organisations modernes et à la multiplicité de références variées à cette théorie (Bonnafeous-Boucher et Pesqueux, 2006; Preston & Sapienza, 1990; Sternberg, 1997).

La définition des parties prenantes est la condition primordiale de l'existence de la théorie de parties prenantes. Toutefois, pour certains académiciens, la généralité de leur définition est tellement imprécise qu'elle transforme tout et tous en parties prenantes (Bonnafeous-Boucher et Pesqueux, 2006; Sternberg, 1997). L'internationalisation des marchés et le changement qui suit dans la chaîne de production et de commerce, par exemple, ont permis que les parties prenantes qui peuvent affecter les entreprises ou qui sont affectés par leur gestion (Freeman, 2010) augmentent de manière péremptoire, en apportant ainsi des difficultés à l'identification des parties prenantes par les organisations, à tel point que cela rend

impossible l'utilisation de l'approche de la théorie de parties prenantes dans les grandes corporations actuelles (Bonnafous-Boucher et Pesqueux, 2006; Sternberg, 1997).

En plus, dans ce milieu de plus en plus globalisé, cette complexité de l'environnement extérieur, additionnée aux crises constantes auxquelles les entreprises sont susceptibles apportent des incertitudes, non seulement pour identifier les parties prenantes, mais encore ce qui concerne le potentiel des entreprises à les actualiser constamment (Bonnafous-Boucher et Pesqueux, 2006).

Preston et Sapienza (1990) et Sternberg (1997) ajoutent encore d'autres problèmes liés au concept de partie prenante. Il faut peser la difficulté à équilibrer les parties prenantes, mais du point de vue des entreprises, étant donné la grande quantité de parties prenantes avec lesquelles une entreprise globale peut être en rapport. D'autre part, plusieurs individus sont simultanément membres de plus d'un groupe de parties prenantes (ex. : employés et actionnaires). En plus, il y a un grand nombre de discussions à propos du conflit d'intérêts qui existe parmi les gestionnaires des sociétés avec les tierces parties, lesquels peuvent privilégier certains groupes, en particulier, leurs agents que les ont contractés ou les grands investisseurs (Preston & Sapienza, 1990), au détriment même des autres parties prenantes (Sternberg, 1997).

Dans ce qui concerne l'application de la théorie de parties prenantes dans de différents champs de la littérature, les discussions tournent au tour de l'opportunisme sémantique dont les différents académiciens tirent parti lorsqu'ils incorporent la théorie de parties prenantes dans des recherches scientifiques ayant des réalités et des objectifs distincts qui varient de la sphère de la gestion à celle des sciences politiques, ce qui peut être employé tant de la façon la plus concrète que de celle la plus abstraite (Bonnafous-Boucher & Pesqueux, 2006). En ce sens, la vulgarisation de la théorie de parties prenantes apporte des conséquences à propos de l'effectivité de ses concepts et de l'efficace de son application, ayant pour conséquence que, lorsqu'elle englobe tout, elle est vue comme vague et leurs concepts ressemblent à une vraie tour de Babel conceptuel (Bonnafous-Boucher & Pesqueux, 2006).

1.5 Conclusion

Bref, la performance ESG et la performance financière sont intrinsèquement liées à ce qui propose la théorie des parties prenantes. Les actions ESG élargissent les responsabilités des entreprises à l'égard de la société et nouent des liens plus étroits avec la performance financière entre les entreprises qui valorisent les parties prenantes, surtout en temps de crise. Les initiatives ESG sont également éthiques et morales sous le point de vue de la société dans son ensemble, vu qu'elles sont une façon de compenser les dommages produits par les entreprises à la société en général et à l'environnement en particulier. Dans ce qui concerne la performance financière, comme l'explique la théorie des parties prenantes, les buts financiers finissent par devenir le résultat naturel de ce modèle de gestion durable, et non seulement sa finalité. La théorie des parties prenantes contribue donc à la recherche menée dans cette étude à propos du lien entre la performance ESG et la performance financière.

CHAPITRE 2

REVUE DE LITTÉRATURE ET DÉVELOPPEMENT DES HYPOTHÈSES

2.1 Introduction

Dans ce chapitre seront présentées les définitions des concepts utilisés dans cette étude, spécifiquement celles à propos de la performance ESG et la performance financière, bien qu'un résumé de la littérature qui traite du lien entre la performance ESG et la performance financière dans des périodes normales et dans des situations de crise.

2.2 La performance ESG

La demande croissante d'informations non financières au cours des dernières décennies a stimulé la création des données ESG (Eccles *et al.*, 2020; Moolman *et al.*, 2023). Plusieurs compagnies ont émergé et créé leur notation ESG en intégrant les données ESG dans leurs méthodologies et leurs propres modèles d'évaluation pour sortir des indicateurs et des métriques des entreprises (Eccles *et al.*, 2020), de façon à pouvoir mesurer la performance ESG des entreprises (Daugaard & Ding, 2022; Rajesh & Rajendran, 2020). Tout en calculant comment les entreprises incorporent chaque dimension ESG dans leur modèle de gestion, les agences de notation permettent au marché financier d'évaluer la performance ESG des entreprises et les comparer aux autres participants du marché (Gillan *et al.*, 2021).

De surcroît, les agences de notation aperçoivent différemment les informations ESG lors de leurs processus d'estimation de la notation ESG. Certaines accordent plus de poids aux questions réglementaires concernant le développement durable, d'autres, à la qualité de la gestion des risques ESG et d'autres encore aux éléments ESG plus matériels (Eccles *et al.*, 2020; Huber & Comstock, 2017). Malgré ces divergences conceptuelles, la notation ESG est un indicateur qui fait référence à la manière dont les entreprises intègrent les préoccupations environnementales, sociales et de gouvernance dans leurs activités (Albuquerque *et al.*, 2020; Bae *et al.* 2021; Chollet & Sandwidi, 2018; Ding *et al.*, 2021; Galbreath, 2013; Garcia, 2017; Gillan *et al.*, 2021; Lins *et al.*, 2016; Steblianskaia *et al.*, 2023) par l'intermédiaire d'un éventail de métriques qui quantifie les impacts des entreprises sur la société et l'environnement (Bergman, 2020; Gillan *et al.*, 2021).

Spécifiquement, les métriques dans la dimension environnementale « E » évaluent, par exemple, l'efficacité énergétique, les solutions et l'adaptation de l'entreprise au sujet du phénomène du changement climatique, la gestion des déchets et de l'utilisation de l'eau, etc. Dans la dimension sociale « S » ce qui l'on évalue, c'est le respect aux questions concernant la responsabilité sociale liée aux parties prenantes (les employés, les consommateurs, le gouvernement, etc.) en analysant les normes employées, les salaires et les avantages sociaux du travailleur, les questions de diversité et de justice raciale adoptées par les entreprises, les relations communautaires, la gestion de la chaîne d'approvisionnement, etc. (Bergman, 2020). La gouvernance des catégories « E » et « S » est encadrée dans la dimension « G » (Bergman, 2020) laquelle se charge du suivi de questions telles que la composition et la structure du conseil d'administration, la surveillance et la conformité en matière de la stratégie qui concerne le développement durable, les contributions politiques et le *lobbying*, les pots-de-vin et la corruption, etc. (Bergman, 2020).

2.3 La performance financière

Il y a plusieurs manières de mesurer la performance organisationnelle, ainsi qu'il y a une variété de classifications de ces indicateurs dans la littérature. Par exemple, selon l'origine de l'information, si les données proviennent du bilan de l'entreprise ou de la bourse, les mesures sont objectives, si les informations sont basées sur l'opinion des personnes clés de l'organisation, les mesures sont subjectives. Les données sont encore évaluées en matière de ratios financiers ou des résultats liés à certains départements (Ressources Humaines, Marketing, etc.) ou à la performance de la firme (productivité, qualité de service, etc) (Singh *et al.*, 2016).

Dans le but de mieux quantifier l'efficacité de la firme et de la soutenir au fil des ans, et en même temps, de connaître la satisfaction des parties prenantes, Sharma et Singh (2019) ont classé les mesures de la performance organisationnelle sur quatre grandes catégories, à savoir : des métriques liées à l'attitude/le comportement (e.g. la satisfaction au travail), des indicateurs financiers (e.g. la rentabilité : le ROA, le ROE, etc), des mesures de résultats opérationnels (e.g. la productivité, la croissance, l'efficacité, etc) et structurels (e.g. innovation).

De son côté, Richard *et al.* (2009) classifient les indicateurs de la performance organisationnelle en trois approches : les mesures comptables, les mesures du marché financier et les mesures mixtes comptabilité/marché financier. Dans la première approche, selon l'auteur, le principal avantage des mesures comptables est son accessibilité. Toutefois, ces données sont statiques et reflètent essentiellement le passé. Les indicateurs comptables plus connus sont le retour sur capitaux propres (ROE en anglais), le retour sur actifs (en anglais ROA) et le retour sur l'investissement (ROI en anglais).

La deuxième approche (les mesures du marché financier) est la plus préférée pour mesurer la performance organisationnelle, soit par son caractère prospectif – théoriquement les mesures du marché reflètent la valeur actuelle actualisée des flux de trésorerie futurs –, soit par sa capacité de mieux incorporer des immobilisations incorporelles. La critique reste sur l'influence des facteurs extrinsèques à l'entreprise sur les cours des leurs actions, tels que la volatilité, l'effet troupeau ou l'instinct grégaire, etc. (Richard *et al.*, 2009). Les exemples des indicateurs du marché les plus appréciés sont le ratio cours/bénéfices (en anglais PER), le prix de l'action, et le bénéfice par action (en anglais EPS).

Les mesures mixtes qui parviennent de la comptabilité et du marché financier équilibrent les risques de ces mesures, car les indicateurs incorporent partiellement les effets du marché (Richard *et al.*, 2009). Les indicateurs souvent relatés dans la littérature sont le Q de Tobin, l'un des premiers de ce courant, le Balanced Scorecard et, plus récemment, la valeur économique ajoutée (EVA en anglais).

Malgré les efforts de ces auteurs pour organiser les variables de mesure de la performance organisationnelle au moyen d'une classification ou de n'importe quelle typologie, dans la majorité des études qui portent sur le lien entre la performance ESG des entreprises et la performance financière, il n'y a pas de mention à une classification ou à une typologie de la performance organisationnelle, quoi qu'elle soit, comme a été observé dans les paragraphes précédents. Par exemple, les rendements du cours des actions et le retour sur actifs (en anglais ROA) sont présentés tout simplement comme des mesures de la performance financière de l'entreprise (Singal, 2014; Hwang *et al.*, 2021), ou comme des mesures de la performance boursière et opérationnelle, respectivement, ou encore seulement comme performance (Alareeni & Hamdan, 2020). Notre recherche adoptera la définition de performance financière tout au long de ce document.

2.4 Le lien entre la performance ESG et la performance financière

Depuis plusieurs années, une vaste littérature analyse le lien entre la performance ESG et la performance financière, en utilisant différents types de mesures soit pour évaluer la performance financière, soit pour évaluer la performance ESG, dans des contextes économiques variés. Les résultats sont hétérogènes, parfois contradictoires (Friede *et al.*, 2015 ; Khan, 2022).

Malgré cela, dans les Meta-études qui comparent des études méthodologiquement semblables publiées au cours des dernières décennies, prédomine le lien positif entre la performance ESG et la performance financière (Busch & Friede, 2018 ; Friede *et al.*, 2015 ; Khan, 2022 ; Orlitzky *et al.*, 2003). À l'exception des études quantitatives empiriques liées au portefeuille, dans lesquelles se retrouvent des résultats neutres ou variés (Friede *et al.*, 2015; Orlitzky *et al.*, 2003).

Cette relation positive identifiée dans les Méta-études a été observée dans de différents secteurs, des contextes économiques et des actifs financiers, ainsi que dans n'importe quels indicateurs de performance ESG ou de performance financière employés (Busch & Friede, 2018 ; Friede *et al.*, 2015 ; Khan, 2022 ; Orlitzky *et al.*, 2003). Par exemple, certaines études ont évalué la performance ESG en utilisant la note ESG dans sa totalité, ou chacun de ses facteurs individuellement, ou encore, ses combinaisons possibles, comme le « E » et le « S » (Friede *et al.*, 2015). D'autres utilisent différentes mesures de performance financière, telles que les données comptables, les données du marché ou des indicateurs de la performance opérationnelle (Friede *et al.*, 2015).

Dans son Méta-étude qui a synthétisé 21 autres Méta-études, Huang (2021) s'est proposé à identifier les arguments les plus importants employés dans la littérature pour justifier la relation entre la performance ESG et la performance financière. Selon l'auteur, les études qui traitent de la gestion suggèrent une relation équilibrée entre les deux, où la création de valeur doit être partagée par les gestionnaires entre les actionnaires et les plus importantes parties prenantes.

Dans la littérature à propos de la gouvernance corporative, la relation est antagonique, et l'argument prépondérant est que le but de l'entreprise ne peut pas être de défendre l'individuel et le collectif, c'est-à-dire, de garantir simultanément l'intérêt des actionnaires et celui des parties prenantes (Huang, 2021). De la même façon, dans l'approche économique, la relation entre la performance ESG et la performance financière est aussi insoutenable en raison surtout des externalités négatives qui atteignent la société et

l'environnement à cause de l'activité industrielle, car le développement de la société invariablement apporte un impact négatif significatif sur le climat (Huang, 2021). Finalement, encore d'après cet auteur, il y a un point de vue plus objectif de la littérature qui estime que la relation entre la performance ESG et la performance financière n'est pas positive que si les revenus sont plus avantageux que les coûts.

Encore dans la littérature, selon plusieurs études la performance ESG et la performance financière évoluent ensemble : les entreprises les plus performantes ont la capacité d'investir davantage dans des activités ESG, ce qui les aide aussi à être plus rentables (Busch & Friede, 2018; Orlitzky *et al.*, 2003).

2.5 Le lien entre la performance ESG et la performance financière dans des périodes de crise

Dans la littérature qui examine le lien entre la performance ESG et la performance financière pendant la crise entraînée par la Covid-19 prédominent des résultats positifs (cf. le Tableau 2.1 Résumé des études). En effet, la crise de la COVID n'a fait que renforcer ce lien, à cause de l'importance des questions ESG dans un contexte de crise économique et sanitaire (Bae *et al.*, 2021).

Les questions ESG sont aussi importantes pour assurer la fidélité des clients pendant les situations de crise, car les clientes qui se soucient des initiatives ESG ont tendance à maintenir ses habitudes de consommation, ce qui rend la recette des entreprises plus prévisibles et conséquemment cela contribue à une performance financière supérieure des entreprises qui ont une performance ESG élevée (Albuquerque *et al.*, 2019, 2020). De la même manière, du côté des investisseurs, les enjeux ESG sont des éléments importants dans leurs processus décisionnels d'investissement, une fois que ces investissements sont perçus comme stratégiques pendant la pandémie et implicitement, cela contribue encore à l'amélioration de la performance financière des compagnies (Serafeim, 2020).

Díaz *et al.* (2021), par exemple, suggèrent dans leur analyse sectorielle (Global Industry Classification Standard (GICS)) des entreprises américaines pendant la pandémie, en utilisant de régressions, que la performance ESG (calculé par Sustainalytics), ainsi que celle de chaque dimension individuellement, surtout le « E » et le « S », sont trop importantes pour justifier les rendements des industries, au point de les suggérer comme un nouveau facteur de risque tel que les fameux trois facteurs Fama-French.

Dans leur étude, Albuquerque *et al.* (2020) testent leur hypothèse de résilience des entreprises dans une situation de crise dans le marché, laquelle s'appuie sur la fidélisation de clients. Pareillement, en évaluant les facteurs « E » et « S » de la notation calculés par Morgan Stanley Capital International Index (MSCI) et validés en utilisant la notation Thomson Reuters Refinitiv, ces auteurs affirment que plus la qualité « E » et « S » des entreprises américaines était élevée, plus sa performance financière (rendements des actions et marges bénéficiaires) a été élevée pendant la crise causée par la pandémie de la COVID-19. Ils ajoutent aussi une troisième variable aux régressions : les dépenses en publicité utilisées comme proxy pour mesurer la fidélisation des clients. Ils ont constaté que les entreprises ayant des dépenses publicitaires plus élevées présentent des résultats financiers encore plus importants.

Contrairement, pour Demers *et al.* (2021), la performance ESG (mesurée par les notations MCSI et Refinitiv) n'a pas contribué aux rendements boursiers des actions américaines (non financières et non immobilières) pendant la crise de l'année 2020. Selon eux, d'autres mesures plus traditionnelles, basées sur la comptabilité et le marché, sont plus efficaces, en particulier, les investissements en immobilisation incorporelle. Ils ont attribué leurs résultats à l'utilisation de plus de variables de contrôle que d'autres études.

L'étude de Broadstock *et al.* (2021) a évalué pendant la crise de la COVID-19 les entreprises chinoises qui composent l'indice Chine CSI 300 en utilisant des données fournies par SynTao Green Finance, un fournisseur spécialiste en données ESG en Chine. Les auteurs ont trouvé, dans leur modèle de régression, un lien positif entre la performance ESG et la performance financière (le rendement du cours boursier des actions), ainsi qu'un lien négatif entre la performance ESG et des mesures de risque du marché.

À l'inverse, Bae *et al.* (2021) ne trouvent pas de lien entre la performance ESG dans le contexte de la COVID-19 (mesurée par les notations MSCI ESG Stats 2018 et Refinitiv 2019) et la performance financière (mesurée par le cours boursier des actions) sur l'échantillon de 1750 entreprises américaines, y compris les entreprises participantes de la Business Roundtable (BRT). Selon eux, il faut évaluer avec parcimonie les notations ESG, car il semble qu'elles ne reflètent pas encore précisément l'engagement des entreprises aux actions ESG.

Dans l'étude de Yoo *et al.* (2021) sur un échantillon de 2.887 entreprises mondiales pendant la pandémie, leurs modèles de régression montrent que l'augmentation de la notation ESG (calculé par Arabesque S-

Ray), en particulier de la composante E, est associée positivement aux rendements boursiers plus élevés et à une volatilité plus faible.

En dehors des études qui portent sur les grandes puissances mondiales, en Corée du Sud, par exemple, à cause de la concentration des actions cotées en bourse dans la main des actionnaires familiaux (appelés Chaebols), il semble que les questions de transparence et d'ESG sont plus importantes. Dans ce contexte, Hwang *et al.* (2021), trouvent que pendant des périodes d'instabilité comme dans la pandémie COVID-19, plus les entreprises ont une performance ESG élevée (mesuré par Korea Corporate Governance Service – KCGS), plus la baisse des résultats financiers est faible (mesuré par le retour sur actifs - en anglais ROA), spécialement pour les dimensions sociales « S » et de gouvernance « G ».

Au Canada, les préoccupations sur les initiatives ESG semblent plus importantes qu'en Corée du Sud. Non seulement le marché boursier est concentré, en ayant des actionnaires familiaux, mais encore, l'économie est très dépendante de ressources naturelles pouvant avoir des conséquences environnementales. Toutefois, contrairement à l'étude de Hwang *et al.* (2021), qui traitait de la Corée du Sud, l'étude de Folger-Laronde *et al.* (2022) au Canada ne trouve pas de lien entre la performance ESG des Exchange Trade Funds (ETF) et leur performance financière (le rendement du cours boursier des actions qui composent le fonds) avant et pendant le krach financier qui se suit à la pandémie de la COVID-19. Ils ont utilisé l'ANOVA et des modèles de régression multivariés pour vérifier leur rapport.

Il y a des ressemblances entre ce mémoire et l'étude de Folger-Laronde *et al.* (2022) dans ce qui concerne le but de ce deuxième, soit de rechercher le rapport entre la performance dans le marché boursier et la notation ESG d'un actif déterminé pendant la crise de la COVID 19 au Canada. La régression multiple a été également le modèle employé dans l'étude de Folger-Laronde *et al.* (2022) pour répondre aux objectifs de la recherche. Cependant, l'approche de Folger-Laronde *et al.* (2022) est bien différente de celle employée dans cette recherche-ci, surtout à l'égard des questions qui concernent l'échantillon et la période de l'échantillonnage de cette étude-ci. Une autre différence concerne l'emploi de la technique statistique ANOVA qui n'a pas été nécessaire dans la présente recherche.

D'abord, l'échantillon analysé par Folger-Laronde *et al.* (2022) comprend des fonds composés par de différentes actions (ETFs), ce qui ne permet pas une comparaison directe avec la présente étude, soit dans ce qui concerne la performance financière, soit la performance ESG. Dans cette dernière, en particulier, la comparaison est encore plus difficile. Si une des entreprises que fait partie du panier d'actions de l'ETF

reçoit un « carton rouge » donné par l'entreprise chargée de l'évaluation du fonds, l'ETF reçoit la note la plus mauvaise attribuée par l'agence de notation Corporate Knights – qui varie de 0 % à 100 % –, soit l'ETF a une évaluation de 0 %.

La source de notations ESG de l'étude de Folger-Laronde *et al.* (2022) est donc l'agence Corporate Knights, comme mentionné ci-dessus, pendant que la source de cette recherche est l'agence S&P, ce qui peut aussi présenter de différences significatives à l'égard de la méthodologie de calcul de la notation ESG. À propos de l'échantillon, l'auteur a évalué 278 fonds pendant la période de janvier à mars 2020. Ce mémoire a pris un échantillon de 121 entreprises pendant les années 2020 et 2021.

Le tableau suivant (Tableau 2.1 Résumé des études) liste les auteurs mentionnés auparavant dans ce sous-section, spécifiquement, le pays recherché, les agences de notation ESG utilisées pour mesurer la performance ESG, les variables de la performance financière et de contrôle employées, ainsi que le lien entre la performance ESG et la performance financière pendant la crise de la COVID-19 trouvé dans leurs études.

Tableau 2-1 Résumé des études

L'auteur/ pays recherché	L'agence de la performance ESG	Les variables de la performance financière	Les variables de contrôle	Le lien
- Albuquerque <i>et al.</i> (2020) - Les États-Unis	MSCI/ Refinitiv	- Le rendement du cours boursier des actions; - La performance d'exploitation: la marge bénéficiaire, le rendement des actifs (ROA en anglais) et la rotation de l'actif	- Le rendement boursier: le coefficient Q de Tobin, la taille, la trésorerie, le levier financier, la rentabilité des capitaux propres (ROE en anglais), la publicité, la volatilité historique et le rendement en dividendes - La performance d'exploitation: le coefficient Q de Tobin, la trésorerie et le levier financier	Positif
- Díaz <i>et al.</i> (2021) - Les États-Unis	Sustainalytics	Le rendement du cours boursier des actions	- La prime de risque du marché, le ratio livre-marché (en anglais <i>book-to-market</i>) et la taille	Positif
- Demers <i>et al.</i> (2021) - Les États-Unis	MCSI/ Refinitiv	Le rendement du cours boursier des actions	- Les variables comptables: la trésorerie, la dette à long terme, la dette à court terme, le rendement des actifs (ROA en anglais), la perte, le taux de rotation des stocks du secteur, les investissements internes, l'écart d'acquisition et autres actifs incorporels, le taux de distribution des dividendes, les faiblesses du contrôle interne et la vitesse moyenne d'annonce des résultats trimestriels - La taille - Les variables liés au marché et au rendement: le ratio livre-marché (en anglais <i>book-to-market</i>), le momentum, le risque idiosyncratique et les quatre facteurs de Fama-French	Neutre
- Broadstock <i>et al.</i> (2021) - La Chine	SynTao Green Finance	Le rendement du cours boursier des actions	- Le levier financier, le ratio livre-marché (en anglais <i>book-to-market</i>) et la taille	Positif
- Bae <i>et al.</i> (2021) - Les États-Unis	MSCI/ Refinitiv	Le rendement du cours boursier des actions	- La valeur marchande, la dette à long terme, la dette à court terme, la trésorerie, la rentabilité, le ratio livre-marché (en anglais <i>book-to-market</i>), le rendement des actions brut annuel et le risque idiosyncratique	Neutre
- Yoo <i>et al.</i> (2021) - Le monde	Arabesque S-Ray	Le rendement du cours boursier des actions	- Les effets fixes de la compagnie, le pays et le secteur	Positif
- Hwang <i>et al.</i> (2021) - La Corée du Sud	Korea Corporate Governance Service – KCGS	Le rendement des actifs (ROA)	- La taille, le levier financier, le rendement des actifs (ROA en anglais), la croissance de ventes, le ratio livre-marché (en anglais <i>book-to-market</i>), le taux de propriété étrangère, la part du plus grand actionnaire, l'âge de la firme, la trésorerie, la perte et les effets fixes de la compagnie	Positif
- Folger-Laronde <i>et al.</i> (2022) - Le Canada	Corporate Knights	Le rendement du cours boursier des fonds ETFs	-	Neutre

Dans la littérature qui cherche le lien entre la performance ESG et la performance financière pendant la crise de la COVID-19, plusieurs auteurs ont aussi exploré la nature exogène de la crise de la COVID-19 pour contourner les problèmes méthodologiques liés à la causalité et à l'endogénéité (Albuquerque *et al.*, 2020; Bae *et al.*, 2021; Busch & Friede, 2018; Engelhardt *et al.*, 2021 ; Friede *et al.*, 2015; Hwang *et al.*, 2021; Khan, 2022 ; Ramelli & Wagner, 2020; Yoo *et al.*, 2021).

Le krach boursier causé par la pandémie a été un évènement unique pour comprendre la réaction du marché financier face à un choc d'origine externe à l'économie d'une magnitude sans précédent dans l'histoire. Dans un court espace de temps, la crise de la COVID-19 a touché le monde sans donner aux entreprises aucune condition de changement des politiques ESG existants à court terme ou d'adaptation à cette nouvelle réalité (Albuquerque *et al.*, 2020).

En ce qui concerne la difficulté à identifier la direction de causalité entre la performance ESG et la performance financière, vu que la crise a provoqué des oscillations importantes sur le marché boursier lorsqu'elle n'a pas impacté la performance ESG, cela a possibilité de bien déterminer la performance ESG en tant que la variable indépendante et la performance financière comme la variable dépendante du modèle et ainsi, mesurer la contribution des politiques environnementales et sociales préexistantes sur la performance financière des entreprises pendant la pandémie (Albuquerque *et al.*, 2020).

À propos de l'endogénéité des modèles qui cherchent le lien entre la performance ESG et la performance financière, ce problème a été atténué pendant la pandémie aussi à cause de l'exogénéité et de la sévérité du choc boursier provoqué par la COVID-19 qui a touché surtout la variable dépendant du modèle (Bae *et al.*, 2021). Cela a minimisé le risque que d'autres variables prédictives du modèle aient été omises et en conséquence, la performance ESG pourrait mieux expliquer les fluctuations de la performance financière.

En plus, d'après Bae *et al.* (2021), l'attention des intervenants du marché et des chercheurs par rapport aux questions ESG pendant la crise de la COVID-19 a contribué à l'augmentation soudaine de la demande aux actions des entreprises qui avaient une notation ESG élevée. Selon ces auteurs encore, le gouvernement et les entreprises ont adopté des mesures pour répondre à la crise, lesquelles la plupart du temps favorisaient l'environnement ou les parties prenantes. La littérature pour sa part rendait évident que des activités ESG vues comme légitimes, amélioraient la performance financière des entreprises (Bae *et al.*, 2021). Sur ce point de vue, la crise de la COVID a beaucoup influencé la performance financière des entreprises qui avaient une performance ESG supérieure avant la crise.

2.6 Hypothèse de recherche

Fondée sur la théorie des parties prenantes et la littérature empirique, l'opinion prédominante à l'égard des entreprises socialement responsables qui s'engageant dans des actions ESG, c'est qu'elles ont une performance financière supérieure, et cela même pendant de périodes de turbulence du marché.

Bien que le biais positif entre la performance ESG et la performance financière ait été exploré sur plusieurs facettes et dans de différents contextes, il y a encore très peu de littérature concernant ces enjeux dans le contexte canadien, en particulier et dans une conjoncture d'une crise sanitaire comme celle de la COVID-19. Il y a également peu d'études longitudinales avec des données de performance ESG plus récentes couvrant des périodes concernant les marchés haussiers, ainsi que les baissiers, à l'égard des entreprises canadiennes listées à la bourse de Toronto (TSX) sur l'indice S&P/TSX.

La grande majorité d'études se concentre sur les économies plus puissantes (les États-Unis, la Chine, etc), même si les questions ESG sont également importantes pour d'autres économies comme le Canada, où les réserves de ressources naturelles durables sont très abondantes (p. ex., le pétrole, le gaz naturel, les minéraux) et se situent parmi les plus grandes au monde. La principale bourse au Canada, la bourse de Toronto, se concentre sur les industries très polluantes, surtout celles responsables par l'exploitation minière et d'énergie (bourse de Toronto, 2023). C'est pourquoi on a des éléments qui permettent d'élaborer l'hypothèse suivante :

H1 : *Plus la performance ESG des entreprises canadiennes est élevée, plus leur performance financière est élevée durant la crise de la COVID-19.*

2.7 Conclusion

La plupart de travaux scientifiques qui portent sur le lien entre la performance ESG et la performance financière s'appuient sur la maxime « *doing well by doing good* » laquelle présuppose que les actionnaires se bénéficient aussi des initiatives ESG des entreprises suite à l'hypothèse qui affirme que les entreprises bien gérées peuvent atteindre une performance financière plus élevée pendant les périodes de crise si elles ont investi dans des activités ESG (Aydoğmuş *et al.*, 2022; Albuquerque *et al.*, 2020; Broadstock *et al.*, 2021; Díaz *et al.*, 2021; Ding *et al.*, 2021; Hwang *et al.*, 2021; Yoo *et al.*, 2021) .

CHAPITRE 3

MÉTHODOLOGIE DE LA RECHERCHE

3.1 Introduction

Les périodes de crise impactent l'économie en général, et affectent en particulier les prix des actions des entreprises listées en bourse. Le marché d'actions a la tendance à réagir rapidement aux changements du cadre local ou global, dans le but d'anticiper et d'incorporer les possibles risques provenant de ces périodes d'incertitude dans la valeur des actions.

Dans le contexte de la crise économique inespérée générée par la pandémie de la COVID-19, le choc dans le prix des actions fut extrêmement sévère, et la période d'incertitude initiale est rapidement devenue une avalanche d'informations quotidiennes. Au Canada, cela a été remarqué dans l'évolution du cours de la bourse, sur l'indice S&P/ TSX durant les événements de grande importance liés à la pandémie.

Ce riche panorama d'évènements pendant le déroulement de la crise de la COVID a éveillé l'intérêt de cette recherche d'évaluer si les engagements qui sont pris, concernant les politiques ESG des entreprises avant la crise, ont contribué à soutenir la performance financière des plus importantes entreprises canadiennes listées sur l'indice S&P/ TSX durant la crise de la COVID-19 en 2020, jusqu'à la phase de vaccination de la population en 2021.

Dans ce chapitre, nous allons expliquer la méthodologie employée pour vérifier l'hypothèse de la recherche, laquelle présume que la performance ESG élevée a permis de soutenir une performance financière également élevée des entreprises pendant cette crise-là. Pour évaluer la relation entre ces deux variables, l'étude utilisera, dans une régression multiple qu'emploie des données en panel (modèle à effets fixes sur le SPSS) la dernière l'évaluation ESG menée par l'agence S&P pendant l'année 2019 en tant que variable indépendante, vérifiant également le 1^{er} janvier 2020 la taille (total des actifs), le levier financier (le ratio entre le total des passifs et l'actif total) et le niveau de liquidité des entreprises (le ratio entre la trésorerie et l'actif total) comme des variables de contrôle, et le rendement du cours boursier des actions de ces entreprises ainsi que le retour sur actifs (en anglais ROA) comme les variables dépendantes tout au long de chacun des trimestres de l'an 2020 et de l'an 2021.

Alors, dans la prochaine section, après l'introduction du contexte canadien pendant la crise de la COVID-19, l'échantillon de l'étude sera présenté, en exposant l'intervalle de l'étude. Puis, seront abordées les données utilisées et leurs sources et, finalement, sera expliqué le modèle général d'analyse ainsi que les variables étudiées.

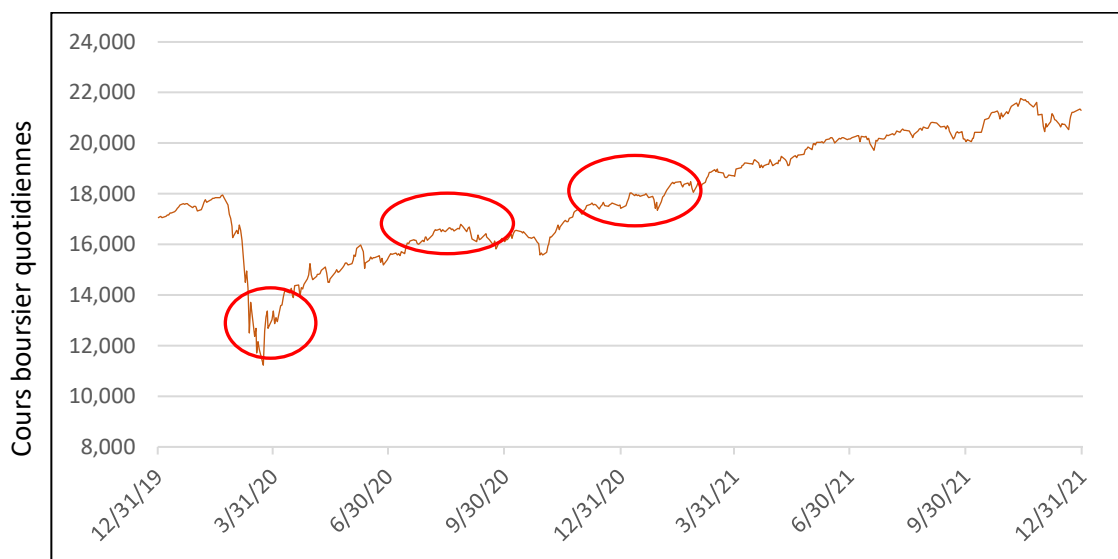
3.2 Aperçu des événements liés à la COVID dans le contexte canadien

À la suite du krach boursier unique et inespéré entraîné par la COVID-19, la bourse de Toronto a passé par des périodes de beaucoup d'incertitudes et de volatilité pendant le premier trimestre 2020, surtout au mois de mars. Le gouvernement du Canada a annoncé plusieurs restrictions concernant l'entrée au Canada pendant cette période, ayant déclaré l'état d'urgence le 23 mars 2020 (Institut Canadien d'information sur la santé, 2023).

Les premiers signes de récupération de l'indice S&P/ TSX arrivent au cours du deuxième trimestre 2020, période dans laquelle le gouvernement canadien a annoncé un grand nombre de mesures de réponse à la crise sanitaire, telles que l'approbation du premier test sérologique pour la COVID, la levée des restrictions de 20 heures par semaine pour les étudiants travaillant dans les services essentiels, etc., y compris des investissements de CAD\$ 240,5 millions pour l'achat des outils de soins virtuels et de santé mentale (Institut Canadien d'information sur la santé, 2023). Également, dans cette période, l'Organisation Mondiale de la Santé (2023) s'est engagée auprès des scientifiques, des bailleurs de fonds et des fabricants du monde entier pour accélérer le développement d'un vaccin contre la COVID-19.

Le retour de l'indice S&P/ TSX au niveau observé le 1^{er} janvier 2020 a lieu à la fin 2020, après les bonnes nouvelles concernant les vaccins. Au Canada, au cours du dernier trimestre 2020, le gouvernement a signé des ententes visant l'achat des vaccins, soit 20 millions de doses de l'AstraZeneca en septembre, plus 20 millions de doses de Moderna en décembre, etc. (Institut Canadien d'information sur la santé, 2023). À la fin 2020, l'Agence de la Santé Publique au Canada a annoncé la mise en place d'un calendrier pour faire vacciner la population prioritaire (Institute Canadien d'information sur la santé, 2023). Au niveau global, la COVAX a annoncé en janvier 2021 l'obtention davantage de ressources financières capables de donner accès à tous les pays participants d'environ 2 deux milliards de doses le premier semestre 2021 (Organisation mondiale de la santé, 2023).

Figure 3.1 Le cours de l'indice S&P/ TSX



Source¹ : *yahoo finance*, le 8 août 2023

3.3 L'échantillon

L'étude analysera les sociétés canadiennes listées à la bourse de Toronto (TSX) sur l'indice S&P/TSX . L'indice S&P/TSX constitue l'indicateur de la bourse le plus important au Canada. Il couvre environ 95% du marché boursier canadien, étant la principale mesure de la performance des entreprises canadiennes depuis son lancement en 1977 (Bourse de Toronto, 2023b).

En évaluant le rapport entre la performance ESG et la performance financière des entreprises dans un seul endroit, nous aurons la possibilité de répondre mieux à l'hypothèse de la recherche, tout en comparant les entreprises qui sont exposées, en même temps, au même contexte économique, à des faits pertinents relatifs à la COVID, et qui suivent les mêmes référentiels, soient-ils comptables, fiscaux ou juridiques (Fakhfakh, 2021).

¹ Site-web : <https://ca.finance.yahoo.com/quote/%5EGSPTSE/history?p=%5EGSPTSE> (consulté le 8 août 2023)

Le nombre total de titres individuels compris dans l'indice S&P/TSX actuellement est de 226², toutefois, la base de données Inovestor dispose d'informations financières et de marché seulement de 218 de ces entreprises pendant la période qui s'étale du 1^{er} janvier 2020 jusqu'à la fin 2021, autrement dit, pendant les huit trimestres des années considérées dans cette étude, à savoir, les années 2020 et 2021. De ce total de 218, 11 entreprises sont revenues dans le champ d'informations financières ayant leurs valeurs égales à zéro. Elles ont donc été exclues de l'étude. La disponibilité des évaluations ESG de ces entreprises par les agences de notation a été une autre raison qui a entraîné la réduction de l'échantillon. Pendant que l'agence de notation S&P publie sur son site l'évaluation de 124 entreprises présentes dans le groupe d'entreprises dont les données sont disponibles dans la base de données Inovestor, l'agence MSCI rend publique l'évaluation de seulement 71 de ces entreprises. C'est pourquoi, les résultats de cette étude ont été basés sur les évaluations ESG élaborées par l'agence S&P.

Finalement, on a mené un traitement statistique dans la base de données pour exclure des informations aberrantes de ces 124 entreprises qui possèdent des notations ESG qui impactent les analyses du modèle. Au total, on a exclu 3 entreprises de l'échantillon et 14 observations de différentes entreprises pendant certains trimestres des années 2020 et 2021. Ainsi, cette étude a analysé 121 entreprises canadiennes de différents secteurs d'activité, y compris les entreprises financières, à la fin de chaque trimestre dans la période qui s'étale du 1^{er} janvier 2020 au 31 décembre 2021, ce qui totalise 8 observations par entreprise et, moins les 14 observations aberrantes mentionnées ci-dessus, l'étude a eu 954 observations (années / entreprises).

Bref, l'échantillon initial sur la base de données Inovestor qui avait 1.744 observations (par année³ et par entreprise) a été réduit à 954 observations à cause des informations manquantes, surtout celles de la notation ESG sur l'échantillon recherché. Le tableau suivant (Tableau 3.1 Détails de la sélection de l'échantillon final) résume et quantifie les entreprises et observations dans chaque plateforme accédée pour réaliser la présente étude.

² Site-web : <https://money.tmx.com/fr/quote/%5ETSX/constituents> (consulté le 12 septembre 2023)

³ Chaque entreprise a été observée à la fin de chaque trimestre de 2020 et 2021, ce qui totalise 8 observations par entreprise pendant toute la période comprise dans cette étude.

Tableau 3-1 Détails de la sélection de l'échantillon final

	Observations (année-entreprise)	Entreprises
Échantillon initial TSX/ S&P composite index	1.808	226
Échantillon TSX/ S&P composite index (Inovestor)	1.744	218
Exclusion de sociétés ayant des données manquantes (Inovestor)	(88)	(11)
Exclusion de sociétés ayant des données manquantes (notation ESG S&P)	(664)	(83)
Donnés aberrantes (entreprises)	(24)	(3)
Donnés aberrantes (observations)	(14)	
Échantillon final	954	121

Nous démontrons aussi sur le petit schéma suivant (Figure 3.2 Parcours sur les sources de données), le parcours dans chaque source de données pour arriver à l'échantillon final des entreprises. D'abord, on a constaté que 226 entreprises intègrent la notation S&P / TSX à la Bourse de Toronto. Puis, sur la plateforme Inovestor on a trouvé les informations concernant seulement 218 de ces entreprises. Après l'analyse des informations financières et de marchés disponibles sur la plateforme Inovestor, on a exclu les entreprises dont les valeurs dans les champs nécessaires pour l'analyse du modèle étaient égales à zéro. Ainsi, on est arrivé à un total de 207 entreprises. Dans l'étape suivante, on a vérifié manuellement quelles entreprises disposaient d'une évaluation ESG en ligne sur le site de l'agence de notation S&P. Le résultat de cette recherche a montré que seulement 124 entreprises y étaient évaluées. Finalement, prenant pour base ces données, on a mené une dernière analyse pour vérifier s'il y avait des données aberrantes, à partir desquelles il a fallu exclure encore 3 entreprises et, de cette manière, cette étude a vraiment analysé 121 entreprises.

Figure 3.2 Parcours sur les sources de données



3.4 Intervalle de l'étude

L'analyse menée dans ce mémoire a été effectuée à partir de données de panel et porte sur un échantillon d'entreprises canadiennes. Les données longitudinales de l'étude s'étalent du 1^{er} janvier 2020 au 31 décembre 2021. La motivation majeure de choisir cet intervalle est de mieux comprendre le lien entre la performance ESG et la performance financière en évaluant cette relation dans deux moments distincts du marché financier au cours de seulement 24 mois, lesquels ont été impactés par le déroulement de la COVID-19 au Canada.

D'un côté, cet intervalle concerne des périodes d'extrême pessimisme qui correspond à un moment de baisse importante sur l'indice S&P/ TSX observée à la fin du premier trimestre 2020 (cf. la Figure 3.1 Le cours de l'indice S&P/ TSX). D'autre côté, l'année 2021 se rapporte à l'optimisme. L'indice S&P/ TSX est revenu au niveau observé avant la crise de la COVID-19 à la fin de l'année 2020 (cf. la Figure 3.1 Le cours de l'indice S&P/ TSX), selon l'évolution de la pandémie au Canada après les nouvelles relatives à la vaccination en masse de la population.

De la même manière, la période trimestrielle a été choisie pour employer les analyses de rendements du cours de la bourse des actions et du retour sur actifs (en anglais ROA) des entreprises qui composent l'échantillon, vu qu'elle correspond aux dates des événements marquants liés à la pandémie au Canada (pour plus de détails, voir la section 3.2 Aperçu des événements liés à la COVID dans le contexte canadienne) ainsi qu'aux dates de clôture comptable trimestriel des entreprises.

3.5 Collecte de données

Les analyses comprises dans ce mémoire ont pour but d'évaluer si une performance ESG élevée des entreprises avant la crise a contribué à une performance financière supérieure des entreprises pendant le déroulement de la pandémie au Canada, y compris non seulement son pire cycle baissier, comme il était possible de constater sur l'indice S&P/ TSX au premier trimestre 2020 (cf. la Figure 3.1 Le cours de l'indice S&P/ TSX), ainsi que dans les périodes de récupération et d'optimisme de l'économie, tels qu'il est observable au moment de la valorisation de cet indice S&P/ TSX pendant l'année 2021 (cf. la Figure 3.1 Le cours de l'indice S&P/ TSX).

Dans ce sens, les analyses comprises dans ce mémoire ont comparé l'évolution de la performance financière des entreprises pendant les années 2020 et 2021 tout en considérant sur un même référentiel la situation de l'entreprise avant la crise comme point de départ, soit par rapport à la performance financière et à la performance ESG, soit par rapport aux informations complémentaires des entreprises employées en tant que variables de contrôle.

Dans ce qui concerne les dates des variables, la date des données financières employées à titre de variables de contrôle est toujours le 1^{er} janvier 2020 et pour les notations ESG, la dernière évaluation disponible des entreprises pendant l'année 2019. Pour mesurer le rendement du cours boursier des entreprises pendant chaque trimestre des années 2020 et 2021, le taux de rendement cumulé des actions a été calculé en divisant le prix des actions du dernier jour ouvrable de chaque trimestre en 2020 et 2021 (e.g. 03/31/2020, 06/30/2020, 09/30/2020, etc.) par le prix de ces actions avant la crise, c'est-à-dire, le 1^{er} janvier 2020, calculé sur une base logarithme népérienne.

Relativement aux bases de données, les notations ESG rétroactives de chaque entreprise concernant l'année 2019 ont été obtenues sur le site web de S&P (<https://www.spglobal.com/esg/scores>). Dans ce qui concerne les valeurs du marché et les données des états financiers pendant le 1^{er} janvier 2020 et chacun des trimestres pendant les années 2020 et 2021, les données ont été téléchargées de la base de données Inovestor (via StockGuide). En ce qui concerne l'échantillon des entreprises qui composent l'indice S&P/TSX, cette information a été obtenue sur la base de données Inovestor, en utilisant comme critère le champ « TSX Composite Index » sur StockGuide.

3.6 Traitement de données

Quant au logiciel, le SPSS a été utilisé pour traiter les données en panel en employant la technique modèle linéaire générale – univarié, sauf pour l'intervalle du 1^{er} trimestre 2020 qui a été évalué en utilisant la technique de régression linéaire. Pour procéder aux analyses, vu que les compagnies se repentent au fil du temps, le modèle à effets fixes a été simulé sur le logiciel SPSS en employant le modèle linéaire générale – univarié où les compagnies ont été considérées comme un facteur fixe du modèle.

Le modèle à effets fixes a été reproduit sur le logiciel SPSS plusieurs fois : en utilisant deux variables dépendantes distinctes (le rendement du cours boursier des actions et le retour sur actifs – en anglais ROA) tout en considérant les intervalles employés dans l'étude (les années 2020 et 2021 dans son ensemble et l'année 2020 toute seule). Et encore en échangeant la notation ESG calculée par l'agence S&P par celle calculée par l'agence MSCI, en contemplant les deux variables dépendantes (le rendement du cours boursier des actions et le retour sur actifs) sur l'intervalle d'étude des années 2020 et 2021 dans son ensemble, pour réaliser le test de robustesse. La technique de régression linéaire du SPSS a été employée deux fois en changeant les variables dépendantes (le rendement du cours boursier des actions et le retour sur actifs – en anglais ROA) sur l'intervalle du 1^{er} trimestre 2020.

3.7 Modèle de recherche

Pour tester le lien entre la performance ESG et la performance financière, cette recherche a utilisé l'approche d'étude quantitative expérimentale afin d'analyser le rapport entre les variables d'intérêt. Les sujets les plus débattus dans la littérature qui cherche le lien entre ces deux variables tombent sur la relation bidirectionnelle causale positive et l'endogénéité entre les variables en question.

Dans le premier cas, il semble qu'il y a une relation bidirectionnelle entre la performance ESG et la performance financière, autrement dit, il paraît que la performance ESG influence la performance financière et vice-versa (Busch & Friede, 2018 ; Huang, 2021 ; Orlitzky *et al.*, 2003). À l'égard de l'endogénéité, c'est-à-dire l'omission des prédicteurs importants au modèle, cela impose des contraintes aux interprétations des données, ce qui amène les chercheurs à adopter des méthodes statistiques variées pour améliorer la qualité des variables étudiées (Khan, 2022 ; Huang, 2021).

Les scores de propension (en anglais Propensity Score Matching - PSM) (Huang, 2021) ou l'ajustement de l'endogénéité par des variables instrumentales (Maydeu-Olivares *et al.*, 2019) sont des exemples des techniques employées dans la littérature pour traiter l'endogénéité des modèles. Malheureusement, le modèle à effets fixes sur le SPSS utilisé dans ce mémoire ne traite pas directement ces sujets. Cependant, toutes les variables disponibles pour procéder aux analyses du lien entre la performance ESG et la performance financière ont été incluses dans le modèle pour mitiger surtout la question de l'endogénéité.

Le krach boursier provoqué par la crise de la COVID-19 est utile à ce mémoire et à d'autres recherches semblables qui cherchent le lien entre la performance ESG et la performance financière pour minimiser ces conflits méthodologiques. En ce qui concerne la causalité, le choc de la COVID-19 sur le marché boursier permet de déterminer plus précisément la contribution de la performance ESG à la performance financière dans cette période de crise, car le changement de la performance financière a été causé par un évènement exogène à l'entreprise, alors que la performance ESG est restée constante à court terme (Albuquerque *et al.*, 2020). Lors de l'endogénéité, les évènements liés à la COVID-19 diminuent le poids des variables omises qui pourrait impacter la variable dépendante du modèle, à savoir, la performance financière, et en conséquence, réduire l'effet de l'endogénéité sur le modèle (Bae *et al.*, 2021).

Dans la littérature, la régression est le modèle le plus employé dans ce genre de recherche (Albuquerque *et al.*, 2020; Bae *et al.*, 2021; Broadstock *et al.*, 2021; Demers *et al.*, 2021; Díaz *et al.*, 2021; Ding *et al.*, 2021; Ramelli & Wagner, 2020). Ainsi, on pourrait démontrer l'importance de la performance ESG (variable indépendante) pour expliquer la performance financière (variable dépendante) des entreprises canadiennes en utilisant le modèle général ci-après :

$$\text{PERF FIN}_{j,t} = \alpha + \text{PERF ESG}_{j,t} + \sum \text{Variables de contrôle}_{j,t} + \text{CRISE} + \text{VACC} + \varepsilon_{j,t}$$

Avec :

- $\text{PER FIN}_{j,t}$: représente la mesure de la performance financière en utilisant comme référence les rendements du cours des actions ou le retour sur actifs (en anglais ROA) d'une entreprise j dans le temps t comme référence ;
- $\text{PER ESG}_{j,2019}$: l'indicateur est déterminé par la dernière notation ESG d'une entreprise j pendant l'année 2019 ;
- $\sum \text{Variables de contrôle}_{j,1^{\text{er}} \text{ janvier } 2020}$: correspond à l'addition des variables de contrôle d'une entreprise j le 1^{er} janvier 2020. Ces variables sont les suivantes :
 - La taille : cela correspond au logarithme népérien du total des actifs;

- La trésorerie : cela correspond à la division du montant d'argent réel dont une entreprise dispose par le total des actifs;
- Le levier financier: cela correspond à la division du total des passifs par rapport au total des actifs;
- CRISE : c'est une variable binaire qui prend la valeur 1 dans le premier trimestre de 2020, 0 si non;
- VACC : c'est une variable binaire qui prend la valeur 1 jusqu'à la fin de 2020, 0 si non.
- $\varepsilon_{j,t}$: c'est le terme d'erreur $\varepsilon_{j,t}$.

3.8 Mesure de variables

3.8.1 La performance financière

Le suivi des mesures de performance financières est essentiel pour assurer la continuité des activités des entreprises (Singh *et al.*, 2016). Les gestionnaires s'appuient sur les mesures de la performance financière pour prendre leurs décisions quotidiennes, ainsi que pour présumer le déroulement de l'activité industrielle. Par ailleurs, les mesures de la performance financière sont couramment utilisées dans les études scientifiques. Les chercheurs profitent de la fiabilité de ces mesures et de leur disponibilité assez facile, pour évaluer et classer les entreprises au fil du temps dans leurs recherches (Richard *et al.*, 2009). C'est pourquoi la performance financière est la variable dépendante la plus utilisée, soit par les gestionnaires qui puissent évaluer dans quelle mesure les objectifs qu'ils s'étaient fixés avaient été atteints, soit par les chercheurs en conduisant leurs recherches (Hult *et al.*, 2008; Richard *et al.*, 2009).

Dans les études qui ont pour but de chercher le lien entre la performance ESG et la performance financière des entreprises, la performance financière est constamment retenue pour la variable dépendante (Margolis & Walsh, 2003). Cependant, les mesures de la performance financière des entreprises varient de façon importante dans les catégories comptable ou boursière selon les recherches, ce qui rend difficile la comparaison et la généralisation des résultats (Allouche & Laroche, 2013). Les variables les plus employées dans la littérature comme déterminantes de la performance financière de l'entreprise sont le

le retour sur actifs (en anglais ROA), le taux de rentabilité opérationnelle (en anglais return on sales - ROS), le ROE (en anglais de return on equity - ROE), les rendements du cours des actions et les bénéfices (Molina-Azorín *et al.*, 2009).

En ce qui concerne les études plus récentes, surtout celles qui couvrent la période de la crise économique de 2020 entraînée par la COVID-19, les mesures de rendement du cours boursier ont été largement utilisées pour examiner le rapport entre la performance ESG et la performance financière ainsi que le retour sur actifs (en anglais ROA). La quantification de la performance financière à la bourse telle comme démontré ci-dessous, a varié entre mesures de rendement et de volatilité à partir du cours de l'action sur une période:

- Rendement brut : le taux de croissance du rendement du cours des actions en bourse (Bae *et al.*, 2021 ; Ramelli & Wagner, 2020).
- Le rendement anormal : le taux d'évolution du cours des actions en bourse ajusté au risque du marché (Albuquerque *et al.*, 2020 ; Broadstock *et al.*, 2021).
- Volatilité : le calcul de la volatilité des rendements logarithmiques quotidiens des actions (Albuquerque *et al.*, 2020).

Dans cette recherche, la variable dépendante choisie sera la performance financière mesurée en utilisant le taux trimestriel de croissance du cours des actions en bourse et le retour sur actifs (en anglais ROA), tel comme elles ont été employées dans plusieurs études semblables (Albuquerque *et al.*, 2020 ; Bae *et al.*, 2021 ; Broadstock *et al.*, 2021 ; Bouslah *et al.* 2018 ; Cheema-Fox *et al.*, 2021 ; Demers *et al.*, 2021 ; Díaz *et al.*, 2021 ; Ding *et al.*, 2021 ; Eccles *et al.*, 2014 ; Lins *et al.*, 2016 ; Singal, 2014 ; Yoo *et al.*, 2021).

Le rendement du cours boursier des actions sera calculé tout en considérant l'évolution de la valeur de marché des actions à la fin de chaque trimestre des années 2020 et 2021 par rapport à la valeur de ces actions le 1^{er} janvier 2020 (avant la crise), calculé en utilisant la méthode logarithme pour simplifier les

calculs⁴. Alors, la formule employée dans cette étude pour mesurer le rendement du cours boursier d'une action est la suivante :

$$\text{PERF FIN (rendement)}_{j,t} = \text{LN} (\text{Valeur finale de l'action})_{j,t} / (\text{Valeur initiale de l'action})_{j,1^{\text{er}} \text{ janvier } 2020}$$

Avec :

- PERF FIN (rendement)_{j,t} : représente la mesure de la performance financière en utilisant comme référence les rendements du cours des actions d'une entreprise _j pendant le temps _t comme référence;
- LN : représente la méthode de calcul de rendement en utilisant la base logarithme népérienne;
- Valeur finale de l'action _{j,t} : indique le cours de clôture de l'action d'une entreprise _j dans le temps _t;
- Valeur initiale de l'action _{j,1^{er} janvier 2020} : indique le cours de clôture de l'action d'une entreprise _j le 1^{er} janvier 2020.

La quantification du retour sur actifs (en anglais ROA) sera mesurée en divisant la valeur du bénéfice net par le total des actifs. La soustraction du ROA calculée à la fin de chaque trimestre 2020 et 2021 par rapport à la valeur du ROA le 1^{er} janvier 2020 (avant la crise) est la deuxième mesure de performance financière considérée dans cette étude, calculée conformément à la formule suivante :

$$\text{PERF FIN (ROA)}_{j,t} = (\text{Bénéfice net final} / \text{total des actifs finals})_{j,t} - (\text{Bénéfice net initiale} / \text{total des actifs initiaux})_{j,1^{\text{er}} \text{ janvier } 2020}$$

⁴ Les résultats en utilisant la méthode de calcul linéaire et la méthode logarithme sont très proches. La formule de calcul linéaire est la suivante : $(\text{Valeur finale d'une action})_{j,t} / (\text{Valeur initiale})_{j,1^{\text{er}} \text{ janvier } 2020} - 1$

Avec :

- $PERF\ FIN\ (ROA)_{j,t}$: représente la mesure de la performance financière en utilisant comme référence le ROA d'une entreprise j dans le temps t comme référence;
- Bénéfice net final $_{j,t}$: représente la valeur du bénéfice net final d'une entreprise j dans le temps t ;
- Total des actifs finals $_{j,t}$: représente la valeur du total des actifs finals d'une entreprise j dans le temps t ;
- Bénéfice net initial $_{j,1er\ janvier\ 2020}$: indique la valeur du bénéfice net initial d'une entreprise j le 1^{er} janvier 2020 ;
- Total des actifs initial $_{j,1er\ janvier\ 2020}$: indique la valeur du total des actifs d'une entreprise j le 1^{er} janvier 2020.

3.8.2 La performance ESG

La performance ESG est la variable indépendante employée dans notre recherche. Les agences de notation permettent que le marché financier connaisse la performance ESG des entreprises et les comparent aux autres participants du marché, tout en calculant comment les entreprises incorporent chaque dimension ESG dans leur modèle de gestion (Gillan *et al.*, 2021).

Maintenant, il y a environ 100 fournisseurs de données ESG au monde, toutefois, quelques agences de notation se distinguent sur le marché international, dont les leaders sont S&P, Bloomberg, MSCI, Thomson Reuters et Sustainalytics (Alareeni & Hamdan, 2020 ; Billio *et al.*, 2020). Dans notre étude, la performance ESG a été représentée par la notation ESG (Albuquerque *et al.*, 2020 ; Bae *et al.*, 2021 ; Bouslah *et al.*, 2018 ; Demers *et al.*, 2021 ; Díaz *et al.*, 2021 ; Khan *et al.*, 2016 ; Lins *et al.*, 2017 ; Rubbaniy *et al.*, 2022 ; Singal, 2014) calculée par l'agence S&P et dans le test de robustesse, la notation employée était celle produite par l'agence MSCI.

3.8.2.1 La notation ESG S&P

La notation ESG S&P Globale évalue la performance à propos des topiques ESG les plus importantes du point de vue financier qui concernent environ 10.000 entreprises par tout dans le monde, dans 61 secteurs différents, représentant 99 % de la valeur de marché global (S&P, 2023). La notation ESG calculée par l'agence S&P, en particulier, mesure la performance et la gestion de risques ESG des entreprises relativement à leurs pairs dans une échelle variant de 1 à 100 points, où plus une entreprise obtient de points, cela signifie qu'elle prend moins de risques et a plus d'opportunités ESG, et vice-versa (S&P, 2023).

Les risques et les opportunités ESG des entreprises sont calculés par l'agence S&P en tenant compte des informations publiées par les entreprises sur leurs sites Internet, le monitoring des informations liées aux questions ESG dans les médias par l'intermédiaire du Media & Stakeholder Analysis (MSA) et les informations fournies volontairement par les compagnies à S&P, dans le cadre de la S&P Global Corporate Sustainability Assessment (CSA) (S&P, 2023).

La notation ESG de S&P comprend la somme de chacune des dimensions ESG individuellement, lesquelles reçoivent des poids différents selon son importance pour n'importe quelle industrie ou un secteur quelconque (S&P, 2023). Chaque dimension, à son tour, reçoit une notation fondée sur 30 métriques qui possèdent elles aussi des poids différents, selon son importance pour chaque industrie ou secteur (S&P, 2023). Ces mensurations sont quantifiées à partir d'environ 130 questions, parmi lesquelles la moitié est caractéristique d'une certaine industrie ou secteur (S&P, 2023). Les réponses à ces questions s'appuient sur plus de 1.000 informations par entreprise (S&P, 2023).

3.8.2.2 La notation ESG MSCI

La notation ESG créée par l'agence MSCI permet de comparer la qualité des politiques ESG d'environ 2.900 entreprises dans le monde, en particulier celles qui composent le MSCI All Country World Index (ACWI) (MSCI, 2023). Selon la méthodologie de la MSCI, les entreprises sont évaluées par rapport à leurs pairs et sont classées dans une échelle des sept catégories de lettres où les catégories AAA ou AA représentent les entreprises leaders en pratique de gestion de risques et opportunités ESG dans leurs secteurs, les catégories A, BBB ou BB sont les entreprises moyennes qui disposent d'un bilan non exceptionnel en

matière de gouvernance ESG par rapport à leurs pairs et le dernier niveau de l'échelle, les catégories B ou CCC, indiquent les entreprises qui manquent d'une gestion effective à l'égard des risques ESG.

Dans l'estimation de la notation ESG par la MSCI, plus de 1.000 mesures sont évaluées, parmi lesquelles sont prises en compte des mesures de paramètres d'exposition, de gestion et encore 35 questions ESG centrées sur les questions matérielles spécifiques d'une entreprise et leur secteur d'actuation (MSCI, 2023). Aucune information non publiquement accessible aux autres parties prenantes n'est prise en compte dans leurs analyses (MSCI, 2023).

Ces mesures sont regroupées par sous-catégories et permettent de déterminer des notes intermédiaires pour chaque dimension (« E », « S » et « G ») et également une notation globale ESG, qui synthétise toutes ces dimensions (MSCI, 2023). Par exemple, la dimension « E » englobe les quatre sous-catégories suivantes : le changement climatique, les ressources/ le capital naturel, la pollution et les déchets et les opportunités environnementales. La dimension « S » est composée par le capital humain, l'opposition des parties prenantes, la responsabilité des produits et les opportunités sociales. La dimension « G » évalue la gouvernance corporative et le comportement corporatif.

3.9 Les variables de contrôle

Au-delà de l'approche ESG, d'autres facteurs peuvent influencer la performance financière des entreprises au moment où la crise frappe le marché. Il est donc nécessaire de prendre en compte, au préalable, des variables importantes et susceptibles d'influencer les résultats de la recherche pour que les données soient comparables (Waddock et Graves, 1997).

Dans cette étude, nous retenons comme variables de contrôle celles qui sont les plus couramment utilisées dans les recherches qui cherchent le lien entre la performance ESG et la performance financière dans des périodes de crise, à savoir : la taille, mesurée par le total des actifs, le levier financier, calculé en divisant le total de la dette par le total des actifs et la trésorerie, estimé par le ratio entre le montant d'argent dont une entreprise dispose et le total des actifs (Albuquerque *et al.*, 2020 ; Broadstock *et al.*, 2021 ; Bae *et al.*, 2021 ; Demers *et al.*, 2021 ; Ramelli & Wagner, 2020).

3.9.1 La taille

La taille non seulement est l'une des premières variables de contrôle prises en compte lors de l'exploration du lien entre la performance ESG et la performance financière (Andersen & Dejoy, 2011), mais elle est encore la variable la plus constamment employée dans ce genre d'étude (Andersen & Dejoy, 2011). D'après Russo et Fouts (1997), plus la taille de l'entreprise est importante, meilleure est sa performance financière. Dans la présente étude, la taille va être mesurée par le logarithme népérien de la valeur du total des actifs dont une entreprise dispose, en suivant la formule :

$$\text{La taille}_{j,1\text{er janvier } 2020} = \text{LN} (\text{Valeur de l'actif total})_{j,1\text{er janvier } 2020}$$

Avec :

- La taille $_{j,1\text{er janvier } 2020}$: représente la mesure de la taille d'une entreprise en utilisant comme référence le total d'actif d'une entreprise $_j$ le 1^{er} janvier 2020 ;
- LN : représente la méthode de calcul en utilisant une base logarithme (népérienne)
- Valeur de l'actif total $_{j,1\text{er janvier } 2020}$: représente la mesure du total de l'actif d'une entreprise $_j$ le 1^{er} janvier 2020.

Dans la littérature qui examine le lien entre la performance ESG et la performance financière, une relation positive a été identifiée entre la taille des entreprises et leur performance financière, même dans des périodes de crise (Albuquerque, 2020 ; Bae *et al.*, 2021). Toutefois, Demers *et al.* (2021) ont constaté qu'à la suite de l'introduction de la variable « taille de l'entreprise » dans leur modèle, le lien entre la performance ESG et la performance financière n'était plus significatif.

Les grandes entreprises ont le potentiel d'avoir une performance financière supérieure par rapport à d'autres entreprises à cause de leur gros patrimoine, leur haut niveau d'efficacité et leur capacité de retenir les meilleurs employés du marché (Alareeni & Hamdan, 2020). Plusieurs variables peuvent être utilisées pour représenter la taille des firmes/sociétés, telles que les revenus ou les profits, la capitalisation boursière, ou le total des actifs.

De la même façon, les grandes entreprises sont soumises à de nombreuses réglementations, et sont tenues de rendre publique leur gouvernance à l'égard des questions ESG, par exemple (Grewal & Serafeim, 2020). Cela influence l'évaluation des grandes entreprises par les agences de notation, en particulier dans le cas des agences S&P et MSCI, ce qui peut favoriser la notation ESG des grandes entreprises.

3.9.2 La trésorerie

La trésorerie est un autre facteur susceptible d'influencer la performance financière des entreprises, surtout dans des périodes d'incertitude du marché de capitaux. Les entreprises qui avaient des niveaux élevés de trésorerie avant la crise ont perdu moins de valeur du cours boursier de leurs actions pendant la crise entraînée par la COVID-19 (Albuquerque *et al.*, 2020 ; Bae *et al.*, 2021 ; Ding *et al.*, 2021 ; Glossner *et al.*, 2022 ; Ramelli & Wagner, 2020).

Selon Ramelli et Wagner (2020), au moment où les crises frappent le marché, les incertitudes dans le panorama économique et les développements de la crise amènent les investisseurs à anticiper des problèmes éventuels de liquidité future sur le marché. Au contraire, dans des périodes de booms économiques, des niveaux élevés de liquidité à court terme peuvent également être une source des coûts d'agence. Ainsi, les auteurs soutiennent qu'en périodes de stress du marché, les entreprises qui disposent d'un niveau élevé d'actif courant pour faire face aux besoins de l'entreprise pendant ces périodes difficiles sont plus valorisées par les investisseurs. Selon eux, ces entreprises à forte encaisse ont plus de chance de survie pendant une crise. Particulièrement dans le cas de la crise de la COVID-19, le confinement dû au coronavirus a exigé des entreprises touchées par la crise une forte demande de liquidité (Acharya *et al.*, 2020).

Dans ce sens, le coût que l'excès des disponibilités à court terme (la trésorerie) peut avoir dans des périodes d'optimisme est vu comme une prime d'assurance – étant donné qu'il est un pilier important de l'entreprise dans des périodes de crise –, payée dans le boom économique du marché (Ramelli & Wagner, 2020). Dans le présent mémoire, la trésorerie a été considérée comme étant le ratio du montant d'argent dont une entreprise dispose en trésorerie divisé par le total des actifs, conformément à la formule suivante :

$$\text{La trésorerie}_{j,1^{\text{er}} \text{ janvier } 2020} = (\text{Valeur en trésorerie})_{j,1^{\text{er}} \text{ janvier } 2020} / (\text{Valeur de l'actif total})_{j,1^{\text{er}} \text{ janvier } 2020}$$

Avec :

- La trésorerie $_{j,1^{\text{er}} \text{ janvier } 2020}$: montant d'argent dont une entreprise $_j$ dispose le 1^{er} janvier 2020 divisé par la valeur de l'actif total pendant la même période ;
- Valeur en trésorerie $_{j,1^{\text{er}} \text{ janvier } 2020}$: représente la mesure de la valeur en trésorerie de l'entreprise $_j$ le 1^{er} janvier 2020 ;
- Valeur de l'actif total $_{1^{\text{er}} \text{ janvier } 2020}$: représente la mesure du total de l'actif d'une entreprise $_j$ le 1^{er} janvier 2020.

3.9.3 Le levier financier

Le niveau de la dette est une autre variable significative qui peut affecter la performance financière des entreprises dans des périodes de crise (Ding *et al.*, 2021 ; Glossner *et al.*, 2022 ; Ramelli & Wagner, 2020). Le levier financier mesure le taux d'endettement de l'entreprise par rapport à un référentiel (du Tertre & Guy, 2008). Dans cette recherche, le levier financier a été mesuré comme le ratio entre le total du passif et le total des actifs en utilisant la formule suivante :

$$\text{Lever financier}_{j,1^{\text{er}} \text{ janvier } 2020} = (\text{Valeur du passif total})_{j,1^{\text{er}} \text{ janvier } 2020} / (\text{Valeur de l'actif total})_{j,1^{\text{er}} \text{ janvier } 2020}$$

Avec :

- Levier financier $_{j,1^{\text{er}} \text{ janvier } 2020}$: le ratio entre le total de la dette et le total des actifs de l'entreprise $_j$ le 1^{er} janvier 2020 ;
- Valeur du passif total $_{j,1^{\text{er}} \text{ janvier } 2020}$: représente la mesure de la valeur du passif total de l'entreprise $_j$ le 1^{er} janvier 2020 ;

- Valeur de l'actif total $j, 1^{\text{er}} \text{ janvier } 2020$: représente la mesure du total de l'actif d'une entreprise j le 1^{er} janvier 2020.

Des études scientifiques ont trouvé une relation négative entre le levier financier et la performance financière (Bae *et al.*, 2021 ; Broadstock *et al.*, 2021 ; Ding *et al.*, 2021 ; Glossner *et al.*, 2022 ; Ramelli & Wagner, 2020). Selon Ramelli et Wagner (2020), l'impact a été plus prononcé chez les entreprises plus durement touchées par les effets de la pandémie, car dans un panorama économique défavorable, les entreprises ayant un levier financier élevé sont perçues par le marché comme les plus risquées, ce qui suggère que les entreprises les plus endettées auront une performance financière inférieure.

Un résumé de toutes les variables employées dans cette étude expliquées auparavant, ainsi que leurs définitions, a été élaboré par la suite (Figure 3.3 Définition et mesure des variables).

Figure 3.3 Définition et mesure des variables

#	Variables	Définitions	Auteurs
Variable dépendante	PERF FIN (rendement)	Le taux de croissance trimestriel du cours des actions à la bourse	Albuquerque <i>et al.</i> (2020) ; Bae <i>et al.</i> (2021) ; Broadstock <i>et al.</i> (2021) ; Bouslah <i>et al.</i> (2018) ; Cheema-Fox <i>et al.</i> (2021) ; Demers <i>et al.</i> (2021) ; Díaz <i>et al.</i> (2021) ; Ding <i>et al.</i> (2021) ; Eccles <i>et al.</i> (2014) ; Lins <i>et al.</i> (2016) ; Singal (2014) ; Yoo <i>et al.</i> (2021)
	PERF FIN (ROA)	Delta ROA: La soustraction du ROA à la fin de chaque trimestre par le ROA le 1er janvier 2020. ROA: La division du bénéfice net par le total des actifs.	Aupperle <i>et al.</i> (1985); Eccles <i>et al.</i> (2014)
Variable d'intérêt	PERF ESG	La notation ESG	Albuquerque <i>et al.</i> (2020) ; Bae <i>et al.</i> (2021) ; Bouslah <i>et al.</i> (2018) ; Demers <i>et al.</i> (2021) ; Díaz <i>et al.</i> (2021) ; Khan <i>et al.</i> (2016) ; Lins <i>et al.</i> (2017) ; Rubbaniy <i>et al.</i> (2022) ; Singal (2014).
Variables de contrôle	La taille	Le logarithme népérien du total des actifs	Albuquerque <i>et al.</i> (2020) ; Bae <i>et al.</i> (2021) ; Broadstock <i>et al.</i> (2021) ; Demers <i>et al.</i> (2021)
	Le levier financier	La division du total d'endettement par le total des actifs	Albuquerque <i>et al.</i> (2020) ; Broadstock <i>et al.</i> (2021)
	La trésorerie	La ratio entre le montant d'argent dont une entreprise dispose et le total des actifs	Albuquerque <i>et al.</i> (2020) ; Bae <i>et al.</i> (2021) ;
Variables binaires	CRISE	1 dans le premier trimestre de 2020, 0 sinon *	Albuquerque <i>et al.</i> (2020)
	VACC	1 jusqu'à la fin de 2020, 0 sinon **	-

* La variable binaire a été introduite pour analyser le début de la crise de la COVID-19 pendant le premier trimestre de 2020, le moment où le marché a connu sa pire baisse (cf. la Figure 3.1 Le cours de l'indice S&P/ TSX).

** La variable binaire a été introduite pour analyser le déroulement de la crise de la Covid 19 pendant l'année 2020, le moment où le marché a eu un cycle baissier et un cycle haussier au moment du retour de l'indice S&P/ TSX au niveau observé avant la crise (cf. la Figure 3.1 Le cours de l'indice S&P/ TSX).

3.10 Conclusion

Dans ce chapitre, les étapes de la méthodologie utilisée dans la présente étude ont été détaillées tels que l'échantillon sélectionné, la période d'étude et le mode de traitement et de collecte des données. Par la suite, les variables utilisées ont été définies, ainsi que le modèle a été établi pour tester l'hypothèse de ce mémoire. À la fin, les mesures de chaque une des variables employées ont été présentées.

CHAPITRE 4

ANALYSE ET INTERPRÉTATION DES RÉSULTATS

4.1 Introduction

Cette étude a pour but de vérifier le lien entre la performance ESG, estimée par la notation ESG de l'agence S&P, et la performance financière, mesurée par le taux de rendement des actions et par le taux du retour sur actifs (en anglais ROA), des entreprises canadiennes pendant les années 2020 et 2021. Cet intervalle couvre, d'un côté, une époque de pessimisme extrême, au moment où la crise a frappé le marché financier à la fin du premier trimestre 2020, et d'un autre côté, une période d'optimisme, quand l'indice TSX/S&P a retrouvé sa valeur d'avant la crise à la fin de 2020.

Dans ce chapitre seront présentés l'analyse descriptive et la corrélation entre les variables employées dans cette recherche, ainsi que les résultats obtenus à partir du modèle à effets fixes pour les 8 trimestres des années 2020 et 2021 et les 4 trimestres de l'année 2020 et celui de la régression linéaire pour le 1^{er} trimestre 2020. À la fin sera présenté le test de robustesse qui a changé la notation calculée par l'agence S&P pour celle calculée par l'agence MSCI.

4.2 Analyse des statistiques descriptives

L'échantillon employé dans cette étude est constitué de 954 observations pendant les 8 trimestres de 2020 et 2021, et mené sur 121 différentes firmes canadiennes listées à la bourse de Toronto sur l'indice S&P/TSX. Les entreprises ont été observées à la fin de chaque trimestre, soit, dans huit moments distincts tout au long de 2020 et de 2021. Comme a été mentionné dans les sections précédentes, ces résultats ont été comparés à la situation de chaque entreprise le 1^{er} janvier 2020, soit avant la crise. Le tableau 4.1 Statistiques descriptives des variables continues qui s'ensuit présente un résumé des mesures de dispersion de l'échantillon qui a été considéré dans le présent mémoire.

Tableau 4-1 Statistiques descriptives des variables continues

Variables	Minimum*	Maximum*	Moyenne*	Ecart type*
PERF FIN Le taux de rendement du cours des actions	(1,0515)	1,2029	0,0038	0,3245
PERF FIN Le ROA	(0,2242)	0,2051	(0,0017)	0,0307
PERF ESG La notation ESG S&P	1,0000	90,0000	26,5400	21,2070
La taille Le logarithme népérien du total des actifs	20,1722	28,1824	23,5039	1,6348
La trésorerie Le montant d'argent dont une entreprise dispose divisé par le total des actifs	0,0011	0,2356	0,0428	0,0459
Le levier financier Le ratio entre le total du passif et le total des actifs	0,0414	1,1576	0,6235	0,2331

* N=954 observations

Malgré l'une des pires crises que l'histoire a déjà enregistré, le taux moyen du rendement du cours des actions de l'échantillon des principales entreprises canadiennes a été positif avec une moyenne de 0,38 %, ayant un écart-type de 32,45 %. Les rendements maximums et minimums ont assez varié : entre 120,29 % et -105,15 %, respectivement, ce qui signale qu'il y a eu des entreprises qui ont obtenu des rendements exceptionnels pendant la crise, tandis que, d'autre part, certaines entreprises ont rétrogradé, et eu des retours négatifs en comparaison aux données du 01/01/2020, avant la crise.

L'évaluation ESG des entreprises qui composent l'échantillon a présenté une valeur moyenne de 26,54 et un écart-type de 21,20 en 2019. Elle a aussi beaucoup varié d'une entreprise à l'autre. La notation minimale obtenue a été 1 et la notation maximale, 90, dans une échelle où la valeur minimum était 1 et la valeur maximum était 100. Dans ce qui concerne la taille des entreprises, la moyenne des actifs des entreprises analysées a été de 23,50, ayant un écart-type de 1,63. Les valeurs extrêmes de la taille, le minimum et le maximum, sont restées entre 20,17 et 28,18, respectivement.

La valeur moyenne des ressources disponibles en trésorerie, par rapport à la taille des actifs des entreprises, a été de 0,0428, ayant un écart-type de 0,0459. Les valeurs extrêmes maximales et minimales

de 0,2356 et 0,0011, respectivement, signalent que certaines entreprises préservent une réserve d'actif liquide de presque 24 % de leurs actifs totaux, pendant que d'autres préfèrent être administrées ayant le minimum possible de ressources ou de liquidités en trésorerie avec un ratio de 0,1 % entre de leurs actifs disponibles à court terme par rapport à leurs actifs totaux.

Finalement, le niveau d'endettement moyen par rapport aux actifs totaux des entreprises évaluées dans cette recherche a été de 62,35 %, ayant un écart-type de 23,31 %. Les valeurs extrêmes signalent aussi que, bien que certaines entreprises soient financées presque dans la totalité avec des ressources appartenant à la firme (une valeur minimale de 4,14 %), d'autres opèrent extrêmement endettées (115,76 %).

4.3 Matrice de corrélation

Les résultats de la corrélation entre les variables considérées dans cette étude sont résumés dans le tableau suivant.

Tableau 4-2 Matrice de corrélation de Pearson

	PERF FIN Le rendement des actions	PERF FIN Le delta ROA	PERF ESG	La taille	La trésorerie	Le levier financier
PERF FIN Le taux de rendement du cours boursier	1	0,188**	-0,048	-0,134**	0,112**	-0,068*
PERF FIN Le delta ROA	0,188**	1	0,034	0,016	-0,006	-0,036
PERF ESG La notation ESG S&P	-0,048	0,034	1	0,555**	-0,167**	0,097**
La taille Le logarithme népérien du total des actifs	-0,134**	0,016	0,555**	1	-0,280**	0,540**
La trésorerie Le montant d'argent dont une entreprise dispose divisé par le total des actifs	0,112**	-0,006	-0,167**	-0,280**	1	-0,241**
Le levier financier Le ratio entre le total du passif et le total des actifs	-0,068*	-0,036	0,097**	0,540**	-0,241**	1

** La corrélation est significative au niveau 0.01 (bilatéral).

* La corrélation est significative au niveau 0.05 (bilatéral).

Le tableau ci-dessus (4.2 Matrice de corrélation de Pearson) démontre que les coefficients de corrélation entre les variables dépendantes sont tous plus inférieurs que 0,8. Cela signe l'absence de colinéarité entre ces variables.

Les rendements du cours des actions « PERF FIN (rendement) » n'ont pas une corrélation statistiquement significative avec l'évaluation ESG « PERF ESG » - légèrement négative de 4,8 %. À l'égard du niveau d'endettement de l'entreprise, la relation entre « PERF FIN (rendement) » et « Levier financier » est statistiquement significative (valeur $p < 5\%$) et négative au niveau de 6,8 %. En comparaison avec la taille du total des actifs, la corrélation entre « PERF FIN (rendement) » et « La taille » est aussi significative (valeur $p < 1\%$) et négative, mais un peu plus expressive de 13,4 %. Dans ce qui concerne le niveau de liquidité des entreprises par rapport à leurs actifs, le « PERF FIN (rendement) » et « La trésorerie » a une relation positive de 11,2 %. Les corrélations entre la variable dépendante mesurée par le delta du retour sur actifs (en anglais ROA) « PERF FIN (ROA) » et la notation ESG « PERF ESG » ainsi qu'avec la taille des actifs de l'entreprise « La taille », « La trésorerie » et « Le levier financier » ne sont pas statistiquement significatives.

La performance ESG des entreprises « PERF ESG » a une relation positive et statistiquement significative (valeur $p < 1\%$) importante de 55,5 % par rapport à la taille des actifs des entreprises « La taille ». Cela suggère que plus la taille d'une entreprise est grande, plus élevée est sa performance ESG. Quant à la corrélation entre la performance ESG « PERF ESG » et la relation entre le niveau d'endettement des entreprises et leurs actifs « Le levier financier », elle est statistiquement significative (valeur $p < 1\%$), importante et présente une relation de 9,7 %. Dans ce qui concerne le niveau de liquidité de court terme des entreprises « La trésorerie » par rapport à leurs actifs totaux, « La taille », l'évaluation ESG « PERF ESG » a une relation négative de 16,7 % et statistiquement significative (valeur $p < 1\%$).

La taille des actifs des entreprises, « La taille », a une relation négative et statistiquement significative (valeur $p < 1\%$) considérable de 28,0 % par rapport au niveau de liquidité de l'entreprise, « La trésorerie ». Tandis qu'il y a une relation statistiquement significative (valeur $p < 1\%$) et positive importante de 54 % à l'égard du niveau d'endettement des entreprises par rapport à leurs actifs totaux, « Le levier financier ». À propos de la corrélation entre le niveau de liquidité, « La trésorerie » et le niveau d'endettement, « Le levier

financier », la relation entre ces variables est négative de 24,1 % et statistiquement significative (valeur $p < 1 \%$).

4.4 Analyses multivariées

Pour vérifier l'hypothèse de cette recherche qui suggère un lien positif entre la performance ESG et la performance financière, le même modèle de régression a été utilisé, y compris les mêmes variables de contrôle et la taille de l'échantillon, considérant d'une manière isolée en chaque modèle l'effet de deux variables dépendantes qui mesurent la performance financière : le rendement du cours des actions en bourse, dans un modèle et le retour sur actifs (en anglais ROA), dans l'autre. Les résultats de chacune de ces régressions seront présentés par la suite.

Le lien entre la performance ESG et la performance financière a aussi été testé dans les années 2020 et 2021 dans son ensemble et dans deux des périodes distinctes de la crise de la COVID-19 : à la fin du premier trimestre de 2020, dans un moment de beaucoup de volatilité, dans lequel l'indice TSX/S&P a connu sa pire baisse (cf. la Figure 3.1 Le cours de l'indice S&P/TSX) et pendant toute l'année 2020, période dans laquelle ce même indice est retourné au niveau d'avant la pandémie à la fin de l'année (cf. la Figure 3.1 Le cours de l'indice S&P/TSX), après l'optimisme du marché avec les nouvelles concernant la vaccination de la population.

4.4.1 Résultats du test d'hypothèse : le rendement du cours boursier comme variable dépendante

Selon les résultats obtenus dans le modèle à effets fixes avec des données en panel employant le rendement des actions en tant que variable dépendante – un modèle qui est statistiquement significatif (valeur de $p = 0,00000$) – les variables indépendantes employées dans le modèle, à savoir, la performance ESG et les variables de contrôle, sont les responsables pour expliquer 50 % (Rdeux ajusté = 0,5050) de la variation de la performance financière, dans le cas présent, le rendement des actions. Le Tableau 4.3 Résultats des régressions à la fin de cette section synthétise les résultats de cette étude.

Il vaut la peine de souligner que dans le modèle à effets fixes en employant des données en panel, les entreprises ont été insérées en tant qu'un élément central d'analyse prédictive, dans le but de faire l'adéquation entre la régression et l'échantillon, vu que les entreprises se répètent tout au long du temps

(de l'étude) et, conséquemment, ces entreprises composent le calcul du Rdeux ajusté présenté ci-dessus qui est très élevé.

La performance ESG, autant que chacune des variables du contrôle utilisées dans le modèle, est statistiquement significative (valeur de $p < 0,00000$), toutefois lorsque la performance ESG ($\beta = 4,2$) et la taille de l'entreprise ($\beta = 4,09$) ont une influence positive sur les rendements du cours boursier des actions, la liquidité de l'entreprise (la trésorerie) et son niveau d'endettement (le levier financier) contribuent de façon inverse, en impactant négativement le rendement du cours boursier des actions. Comme il a été démontré sur le Tableau 4.3 Résultats des régressions linéaires, à chaque augmentation de 1 écart-type de la performance ESG et de la taille de l'entreprise, le retour des actions augmente d'environ 4 écarts-types, pendant qu'à chaque 1 écart-type d'augmentation de trésorerie et d'endettement (le levier financier), le retour des actions diminue d'environ 4 écarts-types et de 1,3 écart-type, respectivement.

De cette manière, ces résultats confirment l'hypothèse de cette étude qui suggère un lien positif entre la performance ESG et la performance financière mesurée par le rendement du cours boursier des actions pendant la pandémie suite à la COVID-19 sur le marché canadien.

4.4.2 Résultats du test d'hypothèse : le retour sur actifs (en anglais ROA) comme variable dépendante

En employant le retour sur actifs (en anglais ROA) pour évaluer la performance financière des entreprises « PERF FIN (ROA) », un modèle qui est statistiquement significatif (valeur de $p = 0,00000$), il est aussi possible de vérifier dans le modèle à effets fixes avec des données longitudinales – utilisant comme échantillons les entreprises plus représentatives du Canada – que la performance ESG, conjointement avec les autres variables de contrôle – et se servant de la contribution de ces entreprises comme des variables prédictives – explique 56.5 % (Rdeux ajusté) de la variation du retour sur actifs (en anglais ROA) qui est aussi très élevée.

Spécifiquement, l'élévation de 1 écart-type de la notation ESG « PERF ESG » ou celle de la taille de l'entreprise « La taille » augmentent le delta ROA « PERF FIN (ROA) » d'environ 1,4 écart-type. D'autre part, le niveau de liquidité « La trésorerie » et d'endettement « Le levier financier » ont une relation négative par rapport au ROA « PERF FIN (ROA) » : l'augmentation d'un écart-type du niveau de liquidité « La

trésorerie » ou d'endettement « Le levier financier », diminue le ROA « PERF FIN (ROA) » de 1,7 et de 0,5 écart-type, respectivement.

En ce sens, l'hypothèse de cette étude est aussi confirmée lorsque la variable ROA « PERF FIN (ROA) » est employée comme variable dépendante, autrement dit, il y a une relation positive entre la performance ESG et la performance financière – dans le cas présenté, le retour sur actifs (en anglais ROA) – pendant la pandémie dans les principales entreprises listées en bourse au Canada évaluées dans cette étude.

4.4.3 Résultats pour le test d'hypothèse : les variables binaires

Les modèles présentés ci-dessous ont aussi été employés dans deux moments distincts et marquants du marché actionnaire canadien pendant la crise de la COVID-19 : dans une période de pessimisme extrême dans le marché, soit, à la fin du premier trimestre 2020 (cf. la Figure 3.1 Le cours de l'indice S&P/TSX), dans lequel les incertitudes à propos de la COVID – 19 dominaient les nouvelles, et dans une période d'optimisme, lorsque l'indice S&P/TSX dépassait la ponctuation observée dans les niveaux antérieurs, ceux de la période d'avant la crise (cf. la Figure 3.1 Le cours de l'indice S&P/TSX).

Ainsi, le modèle de régression linéaire a été employé deux fois, dans le but de vérifier le comportement de la relation entre la performance ESG et la performance financière (le rendement des actions et le retour sur actifs - en anglais ROA) pendant un écart de temps qui entraînait plusieurs défis, c'est-à-dire, pendant le premier trimestre 2020. Le modèle à effets fixes a été employé aussi deux fois en changeant la variable dépendante (le rendement des actions et le retour sur actifs - en anglais ROA) pour mesurer le lien entre la performance ESG et la performance financière pendant la récupération de l'indice S&P/TSX durant l'année 2020, le tout comprenant un espace de temps de 12 mois.

Comme résultat, au premier trimestre 2020, une faible adhésion du modèle à la performance financière (valeur $p = 0,627$) a été vérifiée, soit pour expliquer les rendements des actions ($R_{\text{deux ajusté}} = - 0,012$), soit pour expliquer la variation du retour sur actifs (en anglais ROA) ($R_{\text{deux ajusté}} = 0,069$). Les variables explicatives n'ont pas non plus présenté une significativité statistique pendant la période où le marché a connu sa pire baisse pendant la crise. Au total, 116 observations de 116 entreprises différentes ont été analysées dans cette période.

D'autre part, les résultats observés tout au long des 12 mois de 2020 ont été légèrement supérieurs à ceux observés durant les 24 mois analysés dans les sections précédentes, à savoir : 4.4.1 Résultats du test d'hypothèse : variable dépendante le rendement du cours boursier et 4.4.2 Résultats du test d'hypothèse : variable dépendante le retour sur actifs (en anglais ROA). Dans cette période, à la fin 2020, la vaccination en masse de la population était une question de temps et la confiance que tout reprendrait son cours normal a également été observée dans le marché actionnaire où l'indice S&P/TSX a dépassé les niveaux du cours boursier qu'il avait avant la crise (cf. la Figure 3.1 Le cours de l'indice S&P/TSX). Au total ont été analysées 472 observations de 120 entreprises variées pendant l'année de 2020.

De cette manière, non seulement le modèle qui employait le retour des actions « PERF FIN (Rendement) », en tant que variable dépendante, mais également celui qui utilise le le retour sur actifs (en anglais ROA) « PERF FIN (ROA) » ont présenté une significativité statistique (valeur $p < 1\%$). Selon les résultats, ces modèles ont la capacité d'expliquer 61,4 % et 57,0 % du lien entre la performance ESG et la performance financière mesurée par le rendement du cours boursier et le ROA, respectivement (R-deux ajusté de 0,57 et 0,641, respectivement).

Semblablement, les variables performance ESG « PERF ESG » et de contrôle - « La taille », « La trésorerie » et « Le levier financier » – ont présenté de la significativité statistique, ayant des coefficients standardisés (β) encore plus grands que ceux observés tout au long de l'analyse de la période de 24 mois que l'on a présentée dans les sections précédentes, à savoir, 4.4.1 Résultats du test d'hypothèse : variable dépendante le rendement du cours boursier et 4.4.2 Résultats du test d'hypothèse : variable dépendante le ROA.

Tableau 4-3 Résultats des régressions (2020 et 2021 ensemble - 24 mois)

	PERF FIN Le rendement des actions	PERF FIN Le delta ROA
(Sig.) Modèle corrigé	<,001	<,001
N (année-entreprise)	954	954
R-deux	0,568	0,62
R-deux ajusté	0,5050	0,565
β (Constante)	-1,116 **	-0,544
β (PERF ESG)	4,228 **	1,493 **
β (La taille)	4,097 **	1,461 **
β (La trésorerie)	-4,282 **	-1,737 *
β (Le levier financier)	-1,353 **	-0,579 **

** La corrélation est significative au niveau 0.01 (bilatéral).

* La corrélation est significative au niveau 0.05 (bilatéral).

4.4.4 Test de robustesse

La comparabilité entre les notations ESG est une question controversée. Bien que la prolifération de ces agences dans les dernières années démontre l'ascension et l'importance de l'agenda ESG dans le monde corporatif, les divergences de caractère méthodologique et, en plusieurs cas, le manque de transparence dans le calcul des notations ESG de la part de ces agences de notation ont reçu beaucoup de critiques.

Quoiqu'aujourd'hui il y ait beaucoup d'agences de notation, parmi les principales seulement l'agence S&P et l'agence MSCI ont rendu public l'accès à ses évaluations. Étant donné que la S&P évalue un numéro plus grand d'entreprises canadiennes (un total de 121 entreprises) que la MSCI (71 entreprises), les résultats principaux de cette recherche ont été fondés sur les évaluations de la S&P. Cependant, dans le but de vérifier la robustesse des résultats de la présente étude, nous avons changé les notations ESG du modèle calculé par l'agence S&P pour celles calculées par l'agence MSCI et nous avons obtenu des résultats similaires.

Bien que la taille de l'échantillon soit plus petite, il a été encore possible d'identifier le lien positif existant entre la performance ESG et la performance financière à partir des 71 entreprises considérées dans cet échantillon. Ces 71 entreprises étaient comprises dans les 121 entreprises analysées par la S&P. Ainsi, même si on utilise l'évaluation ESG d'une autre agence de notation, les résultats de la présente étude ne s'altèrent pas.

Analysant le modèle dans lequel la variable dépendante est le rendement du cours des actions et les notations ESG ont été calculées par la MSCI, non seulement la significativité statistique du modèle et des variables indépendantes (performance ESG et variables de contrôle) sont semblables aux résultats obtenus dans le modèle qui a utilisé les notations S&P, comme les valeurs des coefficients standardisés (β) présentent aussi des valeurs similaires. On observe un comportement pareil sur la significativité des modèles R, R-deux ajusté et la significativité et les coefficients standardisés (β) dans le modèle qui emploie comme variable dépendante le retour sur actifs (en anglais ROA). Toutefois, les valeurs divergent légèrement, bien qu'ils suivent la même tendance (signes positifs et négatifs) et le même ordre de grandeur. Le tableau qui suit, résume ces résultats, ainsi que les compare aux valeurs obtenues dans le modèle où les notations ESG sont calculées par l'agence S&P.

Tableau 4.5 Résultats des régressions (2020 et 2021 ensemble - 24 mois) : S&P x MSCI

	PERF FIN (S&P) Le rendement des actions	PERF FIN (MSCI) Le rendement des actions	PERF FIN (S&P) Le delta ROA	PERF FIN (MSCI) Le delta ROA
(Sig.) Modèle corrigé	<,001	<,001	<,001	<,001
N (année-entreprise)	954	568	954	568
R-deux	0,5680	0,6020	0,6200	0,4400
R-deux ajusté	0,5050	0,5450	0,5650	0,3600
β (Constante)	-1,116 **	0,913 **	-0,544	0,2400
β (PERF ESG)	4,228 **	4,839 **	1,493 **	2,54 **
β (La taille)	4,097 **	4,58 **	1,461 **	2,47 **
β (La trésorerie)	-4,282 **	-3,98 **	-1,737 *	-2,34 **
β (Le levier financier)	-1,353 **	-1,50 **	-0,579 **	-0,93 **

** La corrélation est significative au niveau 0.01 (bilatéral).

* La corrélation est significative au niveau 0.05 (bilatéral).

4.4.5 Synthèse de résultats

Les résultats des modèles statistiques employés dans cette mémoire font ressortir qu'il y a une relation positive entre la performance ESG, soit la notation ESG de l'agence S&P, soit la notation ESG de l'agence MSCI et la performance financière, soit le rendement du cours boursier des actions, soit le retour sur actifs (en anglais ROA), en évaluant les entreprises plus représentatives à la bourse de Toronto pendant les années de 2020 et 2021, même pendant la pire crise que le monde a connue, la crise économique à la suite de la pandémie entraînée par la COVID-19 (voir le Tableau 4.1 Synthèse des résultats de la recherche ci-dessous). Donc, l'hypothèse de l'étude est confirmée, également comme a été soutenu dans plusieurs études (Albuquerque *et al.*, 2020 ; Broadstock *et al.*, 2021 ; Busch & Friede, 2018 ; Friede *et al.*, 2015 ; Khan, 2022 ; Orlitzky *et al.*, 2003 ; Waddock & Graves, 1997).

Figure 4.1 Synthèse des résultats de la recherche

Hypothèse	Variable dépendant	Variable indépendant	Signe prévu	Signe trouvé	Validation ou rejet des hypothèses
H1	PERF FIN (Rendement et ROA)	PERF ESG (la notation ESG)	+	+	Supportée

Afin de mieux comprendre le lien entre la performance ESG et la performance financière pendant deux moments importants au cours de 2020 et 2021, l'étude a analysé ces modèles pendant le pire cycle baissier de l'indice S&P/TSX, à savoir, à la fin du premier trimestre de 2020 et pendant son cycle haussier tout au long de l'année 2020 et à la fin de l'année 2020, l'indice S&P/TSX est revenu au niveau d'avant la crise. Dans le premier cas, il n'y a pas de significativité statistique entre n'importe quelle mesure de performance ESG et de performance financière employée. Inversement, dans le cas d'un marché haussier où les cours de l'indice S&P/TSX a grimpé continuellement depuis la baisse observée à la fin du premier trimestre de 2020, le lien entre la performance ESG et la performance financière a été constaté et celui était plus fort et significatif que pendant les 8 trimestres des années de 2020 et 2021 analysés auparavant (cf. le Tableau 4 3 Résultats des régressions (2020 et 2021 ensemble - 24 mois).

CONCLUSION

Les défis imposés aux entreprises pendant la crise de la COVID-19 ont renforcé la vieille discussion à l'égard des objectifs des entreprises, surtout comme une façon d'assurer sa continuité dans des situations aussi adverses que celle que l'on a vécue durant la crise de la COVID-19. Dans ce sens, le débat entre une gestion qui privilégie soit les actionnaires, soit les parties prenantes émerge comme essentiel pour orienter les activités des entreprises pendant cette période d'extrême incertitude et volatilité dans le marché de capitaux global.

La théorie des parties prenantes suggère qu'une gestion tournée vers les parties prenantes n'est pas seulement éthique et morale, vu que les entreprises dépendent de leurs parties prenantes pour atteindre leurs objectifs, mais c'est également par l'intermédiaire de celles-ci que les entreprises soutiennent une performance financière supérieure à celle de leurs concurrents. Le lien et le compromis créés dans un rapport de respect entre les entreprises et les parties prenantes, favorise la construction d'une symbiose mutuellement avantageuse à leurs participants, particulièrement dans des périodes de stress économique.

En extrapolant le concept de parties prenantes aux actions ESG dans leur ensemble, qui comprennent, outre les parties prenantes, l'environnement et la gouvernance des questions environnementales et sociales, le fait d'investir dans des initiatives ESG est une manière de récompenser la société des dommages causés par les entreprises à l'environnement dans lequel elles-mêmes sont insérées, au moyen de certains actes capables de favoriser l'équilibre entre le développement durable de la communauté et la prospérité de l'entreprise. Ainsi, basées sur les piliers de la théorie des parties prenantes, les initiatives ESG aident à rendre plus fortes les relations entre les entreprises et leurs parties prenantes et, conséquemment, encore selon cette théorie, elles contribuent à une amélioration de la performance financière des entreprises.

Au Canada, l'adoption des pratiques ESG par les entreprises entraîne un impact important sur l'économie. Le débat entre privilégier les pratiques ESG en détriment des profits des actionnaires est plus accentué, car les entreprises les plus importantes listées sur la bourse de Toronto ont comme source principale de leur recette l'exploitation de ressources naturelles et elles sont des industries connues comme trop

polluantes, telles que les industries de minéral, de pétrole et de l'énergie. Dans un contexte de crise économique et sociale introduite par la crise de la COVID-19, les questions ESG sont encore plus importantes dans le contexte canadien.

En ce sens, la présente étude visa à comprendre le lien entre la performance ESG et la performance financière des entreprises canadiennes pendant les 8 trimestres de la période qui s'étale du 1^{er} janvier 2020 au 31 décembre 2021. Cette période comprend une époque où il y a eu beaucoup de volatilité dans le marché financier, soit à fin du premier trimestre 2020, ainsi que le retour à la normalité, à la fin 2020, et l'optimisme élevé après le début de la campagne de vaccination de la population durant 2021. Basées sur les propositions de la théorie de parties prenantes, les entreprises qu'investissent le plus dans des activités ESG, c'est-à-dire, celles qui possèdent les évaluations les plus élevées avant la crise entraînée par la COVID-19 présentent également une performance financière plus élevée. Cette hypothèse a été confirmée dans la présente étude, à partir de la méthode hypothéticodéductive.

La performance ESG a été mesurée par la notation produite par l'agence S&P et par l'agence MSCI, et elles ont été extraites de leurs sites web. Et, pour mesurer la performance financière, la variable de rendement du cours boursier a été calculée en divisant les prix des actions à la fin de chaque trimestre par leurs prix le 1^{er} janvier 2020 (sur une base logarithme). Ces données sont disponibles sur Inovestor. Le retour sur actifs (en anglais ROA) a aussi été employé pour mesurer la performance financière. Les données nécessaires pour calculer le ROA, à savoir, le ratio entre le bénéfice net (le numérateur) et le total des actifs (le dénominateur) ont été aussi pris sur la base de données Inovestor. L'étude a contrôlé les effets de la taille (logarithme népérien des actifs), de la liquidité financière (le rapport entre la trésorerie et l'actif total) et d'endettement (le ratio entre le passif total et l'actif total).

L'épreuve de validité de l'hypothèse a été menée en utilisant des données de panel durant la période de 2020 et 2021 dans un échantillon de 954 observations (année/entreprise) des entreprises canadiennes listées dans la bourse de Toronto et qui composent le TSX/S&P composite index. Les résultats trouvés confirment l'hypothèse H1, dans laquelle il y a un lien positif entre la performance ESG et la performance financière. Le test de robustesse dans un échantillon de 568 observations en utilisant la notation produite par l'MSCI a aussi confirmé l'hypothèse.

Le lien entre la performance ESG et la performance financière a été plus fort et significatif statiquement pendant l'année 2020, laquelle comprit une période de baisse importante de l'indice S&P/TSX pendant le

krach boursier au premier trimestre 2020, et après sa hausse durant les mois suivants revenant au niveau d'avant la crise au dernier trimestre 2020. Des discussions autour des vaccins qui ont commencé au second trimestre 2020 et depuis, le début de la planification de la vaccination en masse de la population semblent avoir intégré un certain optimisme au marché de capitaux pendant l'année 2020. Au contraire, en regardant seulement le premier trimestre 2020, au moment où le cours de l'indice S&P/TSX a connu sa pire baisse, notamment à la fin du premier trimestre de 2020, lorsque le gouvernement du Canada a formalisé la situation de pandémie, le lien entre la performance ESG et la performance financière n'a pas été confirmé en évaluant le rendement du cours des actions, ou le retour sur actifs (en anglais ROA).

Toutefois, l'étude a quelques limitations. La principale limitation de l'étude se trouve dans la taille de l'échantillon, car celle-ci se limite à 121 entreprises canadiennes, ce qui n'a pas permis un examen plus approfondi des résultats trouvés. Par exemple, l'évaluation du rapport entre la performance ESG et la performance financière par secteur d'activité serait pertinente pour renforcer les conclusions de l'étude, toutefois, il est nécessaire un échantillon plus grand pour avoir une quantité raisonnable d'entreprises dans chaque secteur et ainsi, mener des analyses pertinentes par type d'industrie.

Une autre limitation de l'étude concerne les variables employées pour mesurer la performance financière en plus du ROE et du taux de rendement du cours des actions employées dans les régressions de ce mémoire. L'utilisation des mesures alternatives de la performance financière (variable dépendante) comme l'évaluation de la performance au niveau du risque des actions, au moyen de la volatilité du cours boursier, pourrait capter mieux un rapport éventuel avec la performance ESG ainsi qu'ajouter d'autres perspectives aux analyses.

En plus, l'étude a employé l'indice de la plus grande couverture ESG des entreprises canadiennes disponibles sur l'internet, à savoir, de l'agence S&P qui couvre 121 entreprises canadiennes comprises dans l'indice S&P/TSX, mais elle n'a pas réussi à confirmer les analyses vers les autres notations ESG calculées par d'autres agences de notation, telle que le MSCI qui avait une faible couverture des notations ESG disponibles en ligne ou Sustainalytics, où les notations ESG étaient indisponibles pour l'accès du public. Encore à propos des données ESG, ce mémoire n'a pas eu accès aux notations ESG de toutes les 226 entreprises comprises dans l'indice S&P/TSX. Une autre limite de l'étude a été l'utilisation des notations ESG de l'année 2019.

La causalité inverse entre les variables, qui mesurent la performance financière et socio-environnementale, ainsi que l'endogénéité, c'est-à-dire, l'omission d'un prédicteur important au du modèle qui est aussi corrélé aux autres variables, peut influencer les résultats trouvés. Pour des études futures, ce travail propose l'analyse des variables E, S et G individuellement dans les estimations pour éliminer le possible effet nuisible à n'importe quelle variable dans des estimations. Également, l'ajoute d'autres variables supplémentaires associées à la variable dépendante qui n'était pas disponible au moment de la réalisation de ce mémoire, ainsi que des tests pour détecter l'endogénéité pourraient atténuer cette question. En outre, des recherches futures pourront approfondir les analyses des résultats, tout en utilisant un échantillon plus grand d'entreprises canadiennes, ce qui permettrait ségréguer les analyses des entreprises par leurs respectifs secteurs d'actuation, ainsi que comparer les résultats observés au Canada avec ceux observés dans d'autres puissances mondiales, par exemple.

BIBLIOGRAPHIE

- Acharya, V. V., et Steffen, S. (2020). The risk of being a fallen angel and the corporate dash for cash in the midst of covid. *The Review of Corporate Finance Studies*, 9(3), 430–471.
<https://doi.org/10.1093/rcfs/cfaa013>
- Alareeni, B. A., et Hamdan, A. (2020). ESG impact on performance of US S&P 500-listed firms. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, 20(7), 1409–1428.
<https://doi.org/10.1108/CG-06-2020-0258>
- Albuquerque, R., Koskinen, Y. et Zhang, C. (2019). Corporate social responsibility and firm risk: theory and empirical evidence. *Management Science*, 65(10), 4451–4469.
<https://doi.org/10.1287/mnsc.2018.3043>
- Albuquerque, R., Koskinen, Y., Yang, S., et Zhang, C. (2020). Resiliency of environmental and social stocks: an analysis of the exogenous covid-19 market crash. *The Review of Corporate Finance Studies*, 9(3), 593–621. <https://doi.org/10.1093/rcfs/cfaa011>
- Allouche, J., et Laroche, P. (2013). Responsabilité sociale et performance financière des entreprises : une synthèse de la littérature. <https://hal.science/hal-00830582v1/document>
- Andersen, M. et Dejoy, J. (2011). Corporate social and financial performance: the role of size, industry, risk, r&d and advertising expenses as control variables. *Business and Society Review*, 116(2), 237–256. <https://doi.org/10.1111/j.1467-8594.2011.00384>.
- Aydoğmuş, M., Gülay, G., et Ergun, K. (2022). Impact of esg performance on firm value and profitability. *Borsa Istanbul Review: Supplement 2(22)*, S119–S127. <https://doi.org/10.1016/j.bir.2022.11.006>
- Bae, K.-H., El Ghouli, S., Gong, Z. (J.), et Guedhami, O. (2021). Does CSR matter in times of crisis? evidence from the covid-19 pandemic. *Journal of Corporate Finance*, 67.
<https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2020.101876>
- Baker, S. R., Bloom, N., Davis, S. J., Kost, K., Sammon, M.C., Viratyosin, T., et Pontiff, J. (2020). The unprecedented stock market reaction to covid-19. *The Review of Asset Pricing Studies*, 10(4), 742–758. <https://doi.org/10.1093/rapstu/raaa008>
- Bebchuk, L. A., et Tallarita, R. (2020). The illusory promise of stakeholder governance. *Cornell Law Review*, 106, 91–178. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3544978>
- Bergman, M. S., Deckerbaum, A. J., et Karp, B. S. (2020, 1er août). Introduction to ESG. Harvard Law School Forum on Corporate Governance.
<https://corpgov.law.harvard.edu/2020/08/01/introduction-to-esg/>
- Berle, A. A. (1931). Corporate powers as powers in trust. *Harvard Law Review*, 44(7), 1049–1074.
<https://doi.org/10.2307/1331341>
- Berle, A. A. Jr (1932). For whom corporate managers are trustees; a note. *Harvard Law Review*, 45(8), 1365–1372. <https://doi.org/10.2307/1331920>

- Billio, M., Costola, M., Hristova, I., Latino, C., et Pelizzon, L. (2020). Inside the ESG ratings: (dis) agreement and performance. *Corporate social responsibility and environmental management-Wiley*, 28(5), 1426–1445. <https://doi.org/10.1002/csr.2177>
- Bonnafeous-Boucher, M. et Pesqueux, Y. (2006). Décider avec les parties prenantes. *La Découverte*. <https://doi-org.proxy.bibliotheques.uqam.ca/10.3917/dec.bonna.2006.01>
- Bourse de Toronto (2023). Profil des secteurs et des produits. <https://www.tsx.com/listings/listing-with-us/sector-and-product-profiles>
- Bourse de Toronto (2023b). Au sujet de l'indice. <https://money.tmx.com/fr/quote/%5ETSX>
- Bouslah, K., Kryzanowski, L., et M'Zali, B. (2018). Social performance and firm risk: impact of the financial crisis. *Journal of Business Ethics*, 149(3), 643–669. <https://doi.org/10.1007/s10551-016-3017-x>
- Broadstock, D. C., Chan, K., Cheng, L. TW., et Wang, X. (2021). The role of ESG performance during times of financial crisis: evidence from covid-19 in china. *Finance Research Letters*, 38. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2020.101716>
- Busch, T., et Friede, G. (2018). The robustness of the corporate social and financial performance relation: a second-order meta-analysis. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 25(4), 583–608. <https://doi.org/10.1002/csr.1480>
- Business Roundtable (2019, août). Business Roundtable Redefines the Purpose of a Corporation to Promote 'An Economy That Serves All Americans'. <https://www.businessroundtable.org/business-roundtable-redefines-the-purpose-of-a-corporation-to-promote-an-economy-that-serves-all-americans>
- Cheema-Fox, A., LaPerla, B. R., Wang, H. S., et Serafeim, G. (2021). Corporate resilience and response to covid-19. *Journal of Applied Corporate Finance*, 33(2), 24–40. <https://doi.org/10.1111/jacf.12457>
- Chollet, P., et Sandwidi, B. W. (2018). Csr engagement and financial risk: a virtuous circle? international evidence. *Global Finance Journal*, 38, 65–81. <https://doi.org/10.1016/j.gfj.2018.03.004>
- Daugaard, D. et Ding, A. (2022). Global drivers for ESG performance: the body of knowledge. *Sustainability*, 14(2322), 2322–2322. <https://doi.org/10.3390/su14042322>
- Demers, E., Hendrikse, J., Joos, P., et Lev, B. (2021). ESG did not immunize stocks during the covid-19 crisis, but investments in intangible assets did. *Journal of Business Finance & Accounting*, 48(3-4), 433–462. <https://doi.org/10.1111/jbfa.12523>
- Díaz, V., Ibrushi, D., et Zhao, J. (2021). Reconsidering systematic factors during the covid-19 pandemic - the rising importance of ESG. *Finance Research Letters*, 38. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2020.101870>
- Ding, W., Levine, R., Lin, C., et Xie, W. (2021). Corporate immunity to the covid-19 pandemic. *Journal of Financial Economics*, 141(2), 802–830. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2021.03.005>

- Dodd, E. M. Jr (1932). For whom are corporate managers trustees? *Harvard Law Review*, 45(7), 1145–1163. <https://doi.org/10.2307/1331697>
- Dodd, E. M. Jr (1932). Is Effective Enforcement of the Fiduciary Duties of Corporate Managers Practicable? *The University of Chicago Law Review*, 2(2), 194-207
- Donaldson, T., et Preston, L. E. (1995). The stakeholder theory of the corporation: concepts, evidence, and implications. *The Academy of Management Review*, 20(1), 65–91. <https://doi.org/10.2307/258887>
- Du Tertre, R., & Guy, Y. (2008). Le profit contre la croissance ? Le dynamisme et la rentabilité des grandes entreprises cotées en France. *Horizons Stratégiques*, 7(1), 30–30. <https://doi.org/10.3917/hori.007.0030>
- Eccles, R. G., Ioannou, I., et Serafeim, G. (2014). The impact of corporate sustainability on organizational processes and performance. *Management Science*, 60(11), 2835–2857. <https://doi.org/10.1287/mnsc.2014.1984>
- Eccles, R. G., Lee, L.-E., et Stroehle, J. C. (2020). The social origins of ESG: an analysis of INNOVEST and KLD. *Organization & Environment*, 33(4), 575–596. <https://doi.org/10.1177/1086026619888994>
- Engelhardt, N., Ekkenga, J., et Posch, P. (2021). Esg ratings and stock performance during the covid-19 crisis. *Sustainability*, 13(13), 7133–7133. <https://doi.org/10.3390/su13137133>
- Fakhfakh, S. (2021). Le lien entre la représentation des femmes aux conseils d'administration et l'efficacité des politiques d'investissement : cas des entreprises canadiennes (dissertation). Université du Québec à Montréal.
- Folger-Laronde, Z., Pashang, S., Feor, L., et ElAlfy, A. (2022). ESG ratings and financial performance of exchange-traded funds during the covid-19 pandemic. *Journal of Sustainable Finance & Investment*, 12(2), 490–496. <https://doi.org/10.1080/20430795.2020.1782814>
- Freeman, R. E., Harrison, J. S., Wicks, A. C., Parmar, B. L., et De Colle, S. (2010). *Stakeholder theory: the state of the art*. Cambridge University Press. <https://doi-org.proxy.bibliotheques.uqam.ca/10.1017/CBO9780511815768>.
- Freeman, R. E. (2010). *Strategic management: a stakeholder approach*. Cambridge University Press. <https://doi-org.proxy.bibliotheques.uqam.ca/10.1017/CBO9781139192675>
- Friede, G., Busch, T., et 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>
- Friedman, M. (1970, 13 septembre). The social responsibility of business is to increase its profits. *New York Times Magazine*. <https://www.nytimes.com/1970/09/13/archives/a-friedman-doctrine-the-social-responsibility-of-business-is-to.html>
- 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>

- Garcia, A. S., Mendes-Da-Silva, W., et Orsato, R. J. (2017). Sensitive industries produce better ESG performance: evidence from emerging markets. *Journal of Cleaner Production*, 150, 135–147. <https://doi.org/10.1016/j.jclepro.2017.02.180>
- Gillan, S. L., Koch, A., et Starks, L. T. (2021). Firms and social responsibility: a review of esg and csr research in corporate finance. *Journal of Corporate Finance*, 66. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2021.101889>
- Grewal, J., et Serafeim, G. (2020). Research on corporate sustainability: review and directions for future research. *Foundations and Trends® in Accounting*, 14(2), 73–127. <https://doi.org/10.1561/14000000061>
- Glossner, S; Matos, P., Ramelli, S., et Wagner, A. F (2022). Do Institutional Investors Stabilize Equity Markets in Crisis Periods? Evidence from COVID-19 (2022). <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3655271>
- Huang, D. Z. X. (2021). Environmental, social and governance (ESG) activity and firm performance: a review and consolidation. *Accounting & Finance*, 61(1), 335–360. <https://doi.org/10.1111/acfi.12569>
- Huber, B. et Comstock, M (2017, 27 juillet). ESG Reports and Ratings: What They Are, Why They Matter. Harvard Law School Forum on Corporate Governance. <https://corpgov.law.harvard.edu/2017/07/27/esg-reports-and-ratings-what-they-are-why-they-matter/>
- Hult, G. T. M., Ketchen, D. J., Griffith, D. A., Chabowski, B. R., Hamman, M. K., Dykes, B. J., Pollitte, W. A., et Cavusgil, S. T. (2008). An assessment of the measurement of performance in international business research. *Journal of International Business Studies*, 39(6), 1064–1080. <https://doi.org/10.1057/palgrave.jibs.8400398>
- Hwang, J., Kim, H., et Jung, D. (2021). The effect of ESG activities on financial performance during the covid-19 pandemic—evidence from korea. *Sustainability*, 13(20), 11,362–11,362. <https://doi.org/10.3390/su132011362>
- Institute Canadien d’information sur la santé (2023). Calendrier des interventions liées à la COVID-19 au Canada. <https://www.cihi.ca/fr/calendrier-des-interventions-liees-a-la-covid-19-au-canada>
- Jensen, M. C. (2010). Value maximization, stakeholder theory, and the corporate objective function. *Journal of Applied Corporate Finance*, 22(1), 32–42. <https://doi.org/10.1111/j.1745-6622.2010.00259.x>
- Khan, M. A. (2022). ESG disclosure and firm performance: a bibliometric and meta-analysis. *Research in International Business and Finance*, 61. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2022.101668>
- Khan, M., Serafeim, G., et Yoon, A. (2016). Corporate sustainability: first evidence on materiality. *The Accounting Review*, 91(6), 1697–1724.

- La Banque Nationale (2022). La Banque Nationale du Canada dévoile le rapport L'avantage familial - printemps 2022. <https://www.bnc.ca/a-propos-de-nous/nouvelles-medias/communiques/2022/20220620-rapport-avantage-familial-2022.html>
- Le Gouvernement du Canada (2022, 12 juillet). Nos ressources naturelles. <https://ressources-naturelles.canada.ca/nos-ressources-naturelles/21439>
- Lins, K. V., Servaes, H., et Tamayo, A. (2016). Social capital, trust, and firm performance: the value of corporate social responsibility during the financial crisis. SSRN. <https://doi.org/10.2139/ssrn.2555863>
- Lv, W., Wei, Y., Li, X. et Lin, L. (2019). What dimension of csr matters to organizational resilience? evidence from china. *Sustainability*, 11(6), 1561–1561. <https://doi.org/10.3390/su11061561>
- Macintosh, J. C. C. (1999). The issues, effects and consequences of the berle-dodd debate 1931-1932. *Accounting Organisations and Society*, 24(2), 139–153. [https://doi.org/10.1016/S0361-3682\(97\)00055-X](https://doi.org/10.1016/S0361-3682(97)00055-X)
- Margolis, J. D., et 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>
1. Maydeu-Olivares, Shi et Rosseel. (2019). Instrumental variables two-stage least squares (2sls) vs. maximum likelihood structural equation modeling of causal effects in linear regression models. *Structural Equation Modeling: A Multidisciplinary Journal*, 26(6), 876–892. <https://doi.org/10.1080/10705511.2019.1607740>
- Mayer, C. (2020). Shareholderism versus stakeholderism – a misconceived contradiction. A comment on 'The illusory promise of stakeholder governance' by Lucian Bebchuk and Roberto Tallarita. *Ssrn Electronic Journal*, (2020). <https://doi.org/10.2139/ssrn.3617847>
- McWilliams, A., et Siegel, D. (2001). Corporate social responsibility: a theory of the firm perspective. *The Academy of Management Review*, 26(1), 117–127. <https://doi.org/10.2307/259398>
- Molina - Azorín, J. F., Claver - Cortés, E., López - Gamero, M. D., et Tarí, J. J. (2009). Green management and financial performance: a literature review. *Management Decision*, 47(7), 1080–1100. <https://doi.org/10.1108/00251740910978313>
- Moolman, A. M., Fouché, J. P., et Leendertz, V. (2023). Sustainability elements of companies that are affected by pandemics. *Journal of Economic and Financial Sciences*, 16(1). <https://doi.org/10.4102/jef.v16i1.828>
- MSCI (2023). ESG Ratings & Climate Search Tool. <https://www.msci.com/our-solutions/esg-investing/esg-ratings-climate-search-tool>
- Organisation Mondiale de la Santé (2023). Timeline: WHO's COVID-19 response. <https://www.who.int/emergencies/diseases/novel-coronavirus-2019/interactive-timeline#category-Science>

- Orlitzky, M., Schmidt, F. L., et Rynes, S. L. (2003). Corporate social and financial performance: a meta-analysis. *Organization Studies*, 24(3), 403–441. <https://doi.org/10.1177/0170840603024003910>
- Post, J. E., Preston, L. E., et Sachs, S. (2022). *Redefining the corporation: stakeholder management and organizational wealth*. Stanford University Press. <https://doi.org/10.1515/9781503619692>
- Preston, L. E., & Sapienza, H. J. (1990). Stakeholder management and corporate performance. *Journal of behavioral Economics*, 19(4), 361-375.
- Principles for Responsible Investment (2023). About the PRI. PRI growth 2006-2021. <https://www.unpri.org/about-us/about-the-pri>
- PWC (2023). Enquête auprès des entreprises familiales 2023 – Perspectives canadiennes. <https://www.pwc.com/ca/fr/private-company/family-business-survey.html>
- Ramelli, S., et Wagner, A. F. (2020). Feverish stock price reactions to covid-19. *The Review of Corporate Finance Studies*, 9(3), 622–655. <https://doi.org/10.1093/rcfs/cfaa012>
- Rajesh, R., et Rajendran, C. (2020). Relating environmental, social, and governance scores and sustainability performances of firms: an empirical analysis. *Business Strategy and the Environment*, 29(3), 1247–1267. <https://doi.org/10.1002/bse.2429>
- Renneboog, L. D. R., Liang, H., et Ferrell, A. (2014, 20 juillet). Socially Responsible Firms. CentER Discussion Paper, 2014-043,1-43. <https://research.tilburguniversity.edu/en/publications/socially-responsible-firms-2>
- Richard, P., Devinney, T., Yip, G. S., et Johnson, G. (2009). Measuring organizational performance: towards methodological best practice. *Journal of Management*, 35(3), 718-804. <https://journals.sagepub.com/doi/10.1177/0149206308330560>
- Rubbaniy, G., Khalid, A. A., Rizwan, M. F., et Ali, S. (2022). Are ESG stocks safe-haven during covid-19? *Studies in Economics and Finance*, 39(2), 239–255. <https://doi.org/10.1108/SEF-08-2021-0320>
- Russo, M.V., et Fouts, P.A. (1997) A Resource-Based Perspective on Corporate Environmental Performance and Profitability. *Academy of Management Journal*, 40, 534-559. <http://dx.doi.org/10.2307/257052>
- Ryssdal, K (anim.), Wiles, K (anim.) et Bernanke, B. (invité) (2020, 23 mars). Ben Bernanke on COVID-19 downturn [Webradio]. Dans *Marketplace* (prod.) <https://www.marketplace.org/2020/03/23/former-fed-chair-bernanke-covid19-downturn/>
- SASB Standards (2023). ISSB issues global inaugural IFRS Sustainability Disclosure Standards, updates SASB Standards. <https://sasb.org/blog/issb-issues-global-inaugural-ifrs-sustainability-disclosure-standards-updates-sasb-standards/>
- Serafeim, G. (2020). Social impact efforts that create real value: they must be woven into your strategy and differentiate your company. *Harvard Business Review*, 98(5), 38-47. <https://www.hbs.edu/faculty/Pages/item.aspx?num=58862>

- Servaes, H., & Tamayo, A. (2013). The impact of corporate social responsibility on firm value: the role of customer awareness. *Management Science*, 59(5), 1045–1061.
<https://doi.org/10.1287/mnsc.1120.1630>
- Sharma, N., et Singh, R. K. (2019). A unified model of organizational effectiveness. *Journal of Organizational Effectiveness: People and Performance*, 6(2), 114–128.
<https://doi.org/10.1108/JOEPP-10-2018-0084>
- Singal, M. (2014). The link between firm financial performance and investment in sustainability initiatives. *Cornell Hospitality Quarterly*, 55(1), 19–30.
<https://doi.org/10.1177/1938965513505700>
- Singh, S., Darwish, T. K., et Potočnik Kristina. (2016). Measuring organizational performance: a case for subjective measures. *British Journal of Management*, 27(1), 214–224.
<https://doi.org/10.1111/1467-8551.12126>
- S&P (2023). S&P Global ESG Scores – Methodology.
https://portal.s1.spglobal.com/survey/documents/spglobal_esg_scores_methodology.pdf
- Steblianskaia, E., Vasiev, M., Denisov, A., Bocharnikov, V., Steblyanskaya, A., et Wang, Q. (2023). Environmental-social-governance concept bibliometric analysis and systematic literature review: do investors becoming more environmentally conscious? *Environmental and Sustainability Indicators*, 17. <https://doi.org/10.1016/j.indic.2022.100218>
- Sternberg, E. (1997). The defects of stakeholder theory. *Corporate Governance: An International Review*, 5(1), 3–10. <https://doi.org/10.1111/1467-8683.00034>
- Task Force on Climate-related Financial Disclosures (2023). Press releases. <https://www.fsb-tcfd.org/press/>
- Waddock, S. A., et Graves, S. B. (1997). The corporate social performance-financial performance link. *Strategic Management Journal*, 18(4), 303–319. [https://doi-org.proxy.bibliotheques.uqam.ca/10.1002/\(SICI\)1097-0266\(199,704\)18:4<303::AID-SMJ869>3.0.CO;2-G](https://doi-org.proxy.bibliotheques.uqam.ca/10.1002/(SICI)1097-0266(199,704)18:4<303::AID-SMJ869>3.0.CO;2-G)
- Yoo, S., Keeley, A. R. et Managi, S. (2021). Does sustainability activities performance matter during financial crises? investigating the case of covid-19. *Energy Policy*, 155.
<https://doi.org/10.1016/j.enpol.2021.112330>