ESG et Performance(s) Un point sur la recherche académique

François Belot

Professeur de Finance d'entreprise

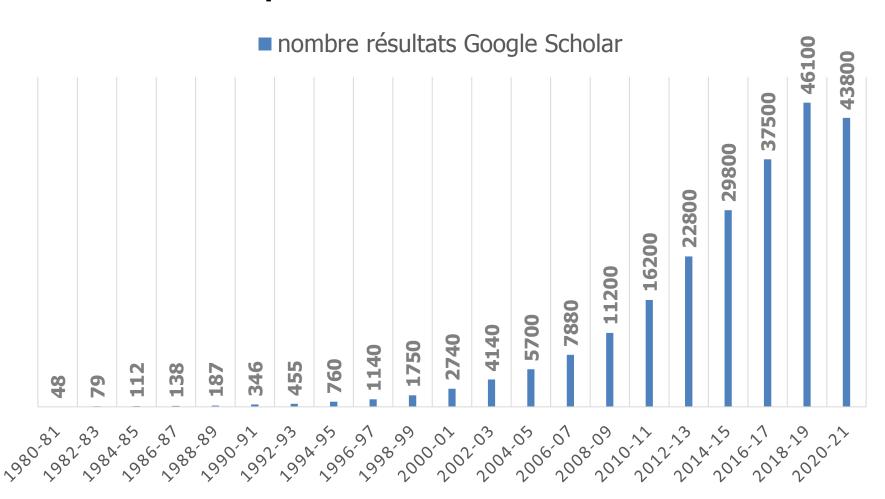
Disclaimer

- En mars 2022, Gestion 21 a confié à François Belot une mission d'analyse et de synthèse de la littérature académique consacrée à la relation entre ESG et performance.
- Les opinions exprimées dans ce document sont uniquement celles de l'auteur et pas celles de Gestion 21.
- Toutes les erreurs restantes sont de la seule responsabilité de l'auteur de ce document.

- Réponse via Google Scholar, moteur de recherche pour les travaux universitaires :
 - − Critères de recherche ⇒ la source soit inclure :
 - **★** Le terme « *financial performance* »
 - × ET
 - * les termes « social performance » ou « environmental performance » ou « responsible investing » ou « social responsibility » ou « CSR » ou « ESG » ou « sustainability ».
 - Bibliométrie : 525 000 résultats au 8 novembre 2022 ⇒ une littérature extrêmement dense
- Mise en garde : impossible d'être totalement exhaustif ! Le présent document fait donc un focus sur des résultats / thématiques jugés pertinents par son auteur.

La relation entre ESG et performance intéresse-t-elle la sphère académique ?

Evolutions historiques



Un intérêt de l'industrie pour les travaux académiques

- La recherche académique est mobilisée par l'industrie pour justifier le développement de stratégies d'investissement ESG
 - Exemple : John Streur, CEO de Calvert Research and Management, utilise l'étude de Khan et al. (2016) lors de son audition devant le Sénat américain en 2019
 - Cette étude en quelques mots :
 - ➤ Etude sur les USA, période 1991-2013
 - * Analyse de l'intensité ESG d'une entreprise selon le critère spécifique de « matérialité » (prend en compte l'impact des pratiques ESG, en particulier au regard du secteur d'activité)
 - ➤ Classement des entreprises selon les critères ESG : création d'un Top 20% (les plus vertueuses) et d'un Bottom 20% (les moins vertueuses) ⇒ comparaison des performances boursières de ces deux portefeuilles

Un intérêt de l'industrie pour les travaux académiques



Source : étude de Khan et al. (2016)

Les grandes questions auxquelles nous tenterons de répondre

- ESG et performance : Does it pay to be good ?
- Niveau 1 : les émetteurs
 Les entreprises qui s'engagent dans des politiques ESG enregistrent-elles des performances supérieures (inférieures) (identiques) à celles des autres entreprises ?
- Niveau 2 : la gestion d'actifs
 Les gérants qui adoptent une démarche d'investissement socialement responsable enregistrent-ils de meilleurs performances ?
- Préalable indispensable : préciser les mesures de « performance » et d'« intensité ESG »

- Partie 1. Mesurer les pratiques ESG et la performance
- Partie 2. ESG et performance au niveau émetteur (entreprise)
- Partie 3. ESG et performance au niveau de la gestion d'actifs

Partie 1. Mesurer les pratiques ESG et la performance

Préambule

- Cette partie 1. se fixe pour objectif de présenter les méthodologies utilisées par les chercheurs qui étudient la relation entre ESG et Performance.
- Le lecteur (la lectrice) habitué(e) à lire des études académiques pourra sauter cette première partie. Sa lecture n'est pas indispensable à la compréhension des parties 2. et 3.

Préambule

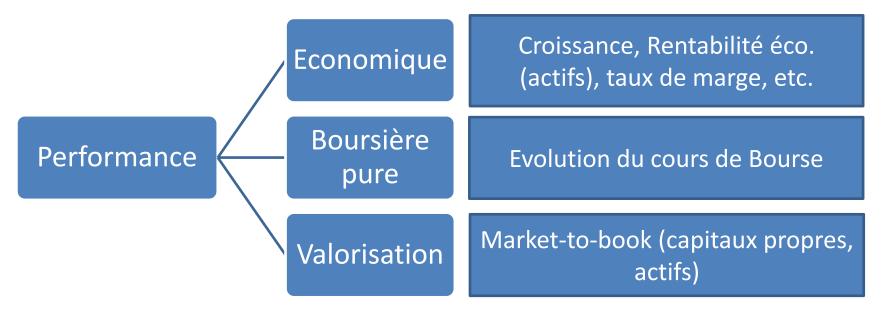
- La <u>section 1.1</u> présente les mesures de l'intensité ESG. Une entreprise sera par exemple qualifiée de « vertueuse » dès lors que sa notation extra-financière est élevée.
- La <u>section 1.2</u> s'attachera à décrire les mesures de performance financière rencontrées dans la littérature académique.
- La <u>section 1.3</u> sera consacrée aux grands types d'études rencontrés : études ponctuelles, revues systématiques, métaanalyses.

1. Mesurer les pratiques ESG et la performance

- 1.1 La mesure de l'intensité ESG
- 1.2 Quelle(s) performance(s)?
- 1.3 Les types d'études rencontrés

- Un constat : pour appréhender les pratiques ESG, les chercheurs utilisent les évaluations des grandes agences de notation extrafinancière
- Notations utilisées (Berg et al., 2022) :
 - KLD
 - Sustainalytics
 - Moody's ESG (Vigeo-Eiris)
 - S&P Global (RobecoSAM)
 - Refinitiv (Asset 4)
 - MSCI
- Très rare : des entretiens avec des managers pour juger de la réalité des pratiques ESG (voir par ex. Eccles et al. 2014)

- La « performance » est une notion protéiforme...
- 3 grandes approches



- Approche #1 : performance « économique »
 - Les indicateurs analysés (ROA, ROE, croissance des ventes, etc.) sont mis en relation avec la politique ESG à l'instant t (parfois avec un décalage du type ROA $_{t}$ = f(ESG $_{t-1}$)

1.2 Quelle(s) performance(s)?

Approche #2 : performance « boursière pure »

- Étude de l'évolution du cours de Bourse sur des périodes plus ou moins longues (analyse « buy and hold »)
- Etude de réactions boursières de court-terme autour d'annonces précises (analyse « event-study »)

Approche #3 : valorisation

- Comment le marché valorise-t-il l'entreprise ?
- Mesure fréquente : le Q de Tobin (rapport entre la valeur de marché et la valeur de remplacement des actifs). Approximation :

Total actif — valeur compta.des capitaux propres + capi.boursière

Total actif

1.2 Quelle(s) performance(s)?

- Au niveau des émetteurs (entreprises, niveau 1), on pourra étudier la relation entre ESG et :
 - Performance économique
 - Performance boursière pure
 - Valorisation
- Au niveau des gestionnaires d'actifs (niveau 2): étude de la relation entre intensité ESG du portefeuille et performance boursière (i.e., évolution de la valeur liquidative)

- Etudes « ponctuelles »
 - La plupart du temps focalisées sur UNE forme de performance
 - Exemple : étude de Waddock et Graves (1997)
 - **×** USA, firmes du S&P500
 - * Analyse de la performance économique de 1991 « expliquée » par les pratiques socialement responsables mesurées en 1990 (avec l'indice KLD)
- La création de connaissances peut passer par la compilation de multiples études ponctuelles. 2 stratégies (définitions de Colombet, 2015) :
 - Revue systématique : « synthèse rigoureuse et reproductible des résultats de toutes les études originales existantes répondant à une même question de recherche » .
 - Méta-analyse : « synthèse statistique des études incluses dans la revue systématique, s'exprimant sous la forme d'un indice d'effet résumé ».

Performance, value and ESG/CSR.

Exemple de revue systématique : Gillan et al. (2021)

 Synthèse de la littérature académique en économie financière (⇒ les articles en stratégie d'entreprise, éthique, organisation sont exclus – extrait de la Table 5)

Primary Variable	Independent/Dependent Variable of Interest	Sign	Citation
Short-run returns	Dependent	_	Masulis and Reza (2015)
	Dependent	+/-	Krüger (2015)
	Dependent	+	Deng et al. (2013)
	Dependent	+	Tang and Zhang (2020)
	Dependent	+	Flammer (2015)
	Dependent	+	Flammer (2021)
Tobin's q	Dependent	+	Gillan et al. (2010)
	Dependent	_	Buchanan et al. (2018)
	Dependent	0	Hsu et al. (2018)
	Dependent	+	Albuquerque et al. (2019)
	Dependent	+/-	Servaes and Tamayo (2013)
	Dependent	+	Gao and Zhang (2015)
	Dependent	+	Liang and Renneboog (2017a)
	Dependent	+	Ferrell et al. (2016)
Cash value	Dependent	+	Chang et al. (2019)
ROE	Dependent	+	Cornett et al. (2016)
Bond values	Dependent	+	Amiraslani et al. (2017)
Bond returns	Dependent	_	Amiraslani et al. (2017)

This table summarizes firm performance and valuations proposed to relate to ESG/CSR in the academic literature on ESG/CSR in corporate finance. For each paper cited, we report the variable of interest and whether it is an independent or dependent variable, as well as the sign of the relation with ESG/CSR, where 0 indicates that no significant relation was found.

- Il existe un grand nombre de méta-analyses sur la relation ESG
 Performance
- Une limite : les différents types de performance y sont (souvent) agrégés pêle-mêle
- Une réelle limite ?
 - Théoriquement, la valorisation et la perf. boursière dépendent des flux futurs attendus, donc de la perf. économique

Valeur de l'entreprise =
$$\sum_{t=1}^{+\infty} \frac{Flux \ de \ trésorerie \ d'exploitation_t}{(1 + coût \ du \ capital)^t}$$

 L'étude de Khan et al. (2016, précitée) démontre ainsi un effet positif de l'ESG sur les performances boursière <u>ET</u> économique

Une réelle limite ? (suite)

 Cependant : une bonne performance boursière / valorisation pourrait être décorrélée de la performance économique dans un contexte de « bulle spéculative ESG »

Partie 2. ESG et performance au niveau émetteur (entreprise)

Préambule

- Cette partie 2. se fixe pour objectif de synthétiser les résultats des grandes études empiriques consacrées à la relation entre ESG et performance financière.
- Dans la <u>section 2.1</u>, nous proposons une brève revue des arguments théoriques : quels sont les avantages et inconvénients (bénéfices et coûts) des politiques ESG ?
- La <u>section 2.2</u> présente les résultats de méta-analyses qui concluent à une relation faiblement positive entre ESG et performance.
- Dans la <u>section 2.3</u>, nous questionnons la validité de ce résultat général. Les études statistiques consacrées à la relation entre ESG et performance souffrent en effet de biais importants qu'il est ardu de traiter.

Préambule (suite)

- La <u>section 2.4</u> soulève la question de l'horizon temporel. A quelle échéance appréhender l'impact de l'ESG ? Les études empiriques mettent souvent en relation des pratiques ESG en date t avec une performance en date t ou t+1, est-ce cohérent ?
- L'intensité des pratiques ESG est généralement mesurée par la notation extra-financière émanant de grandes agence de rating (exemple : Vigeo-Eiris, devenue une entité de Moody's). Cela vaut pour la recherche académique et c'est aussi le cas pour l'industrie. Dans la section 2.5, nous nous interrogeons sur la qualité et la pertinence de cette notation. Peut-on faire confiance aux agences ?
- A l'issue de ce tour d'horizon, nous proposons en <u>section 2.6</u> notre conclusion. Il nous semble vain d'espérer observer une relation universelle entre ESG et performance.

Préambule (suite)

- Pour terminer, nous évoquerons en <u>section 2.7</u> des extensions intéressantes. Il apparait en particulier que :
 - l'impact de l'ESG est contingent au type de politique adopté par l'émetteur (E, S, ou G);
 - la relation entre ESG et performance peut évoluer au cours du temps.

2. ESG et performance au niveau émetteur (entreprise)

- 2.1 Qu'attendre des démarches ESG ? Fondements théoriques
- 2.2 Les résultats des méta-analyses
- 2.3 Limites des études consacrées à la relation ESG Performance
- 2.4 Court-terme / Long-terme
- 2.5 Une réflexion fondamentale : la notation extra-financière
- 2.6 Notre conclusion
- 2.7 Quelques extensions intéressantes

2.1 Qu'attendre des démarches ESG ? Fondements théoriques

Un courant dominant : « Doing well by doing good »

- Vision gagnant-gagnant de l'ESG
- L'entreprise obtient des résultats financiers supérieurs en s'engageant dans des pratiques ESG
- Exemple : dépenses de R&D pour développer une production d'énergie respectueuse de l'environnement
 - Meilleure réputation de l'entreprise
 - * Attire une clientèle soucieuse des problématiques environnementales
 - * Evite des amendes futures liées à des régulations plus contraignantes
 - ... une création de valeur (au moins à long-terme) même si on supporte un coût (au moins à CT : les dépenses de R&D)

• Strategic CSR (Corporate Social Responsibility)

➤ La politique ESG devient une « stratégie » pour gagner un avantage concurrentiel (réputation, image, clientèle, recrutement, etc.)

2.1 Qu'attendre des démarches ESG ? Fondements théoriques

Analyse coûts – bénéfices

Bénéfices	Coûts	
Accès à de meilleures ressources		
Capacité à attirer les meilleurs employés	Hausse des coûts de production ⇒ moindre compétitivité	
Relations de confiance avec les parties prenantes (Lins et al., 2017)		
Différenciation des produits (Albuquerque et al., 2019)	Les investissements ESG comme manifestation du	
Meilleure réputation de l'entreprise		
Gestion des risques ⇒ Coût des financements plus faibles (Bolton & Kacperczyk, 2021)	conflit d'agence dirigeants / actionnaires (Krüger, 2015)	

 Un raisonnement simple : si les bénéfices excèdent les coûts, alors les entreprises qui s'engagent dans des démarches ESG doivent voir leurs performances s'améliorer.

2.2 Les résultats des méta-analyses

• Friede et al. (2015)

Proposent une revue de 60 synthèses, impliquant un total de 2200+ études ponctuelles réalisées sur la période 1970-2015

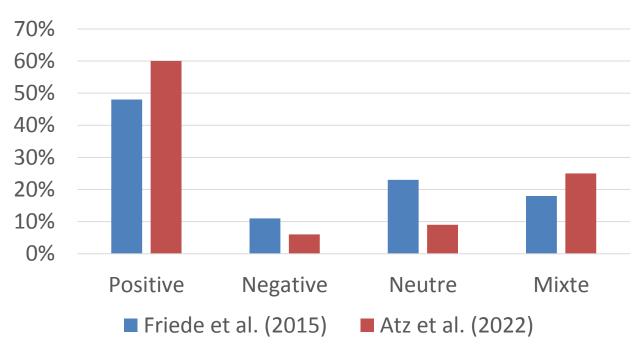
Atz et al. (2022)

> Synthèse de 141 études récentes (parues entre 2015 et 2020)

2.2 Les résultats des méta-analyses

Résultats

Relation ESG – Performance % d'articles documentant une relation...



2.2 Les résultats des méta-analyses

Conclusions

- Atz et al. (2022)
 - « There exists a robust and positive association between sustainability and financial performance on the firm-level ».
- Friede et al. (2015, p. 212)
 - « Investing in ESG pays financially ».

- Constat « basique » : une corrélation plutôt positive entre ESG et performance...
- ... MAIS : des coefficients de corrélation faibles : entre 0.05 et 0.13 dans l'étude de Atz et al. (2022)
- Autre méta-analyse : Margolis et al. (2011)

Coefficient de corrélation	
Entre ESG et perf. économique	0.151
Entre ESG et perf. de marché (i.e., perf.	0.114
boursière ou valorisation)	

 Point d'attention : une significativité statistique n'implique pas forcément un réel effet économique

Limites des méta-analyses : critique de Matos (2020)

- Pas publiées dans les Top journals académiques
- Mélange de mesures de performance diverses (cf. section 1.3)
- On obtient un résultat global sans prise en compte de spécificités institutionnelles géographiques : peut-on généraliser ?
- Pas de prise en compte de l'horizon temporel : on mélange des études de la réaction instantanée, à t+1, etc.

Plus généralement : « corrélation » n'implique pas « causalité »

- La relation va-t-elle dans le sens ESG ⇒ Perf (i.e., les bénéfices des pratiques ESG dépassent les coûts afférents et la performance de la firme s'améliore) ou au contraire Perf ⇒ ESG (i.e., les entreprises les plus performantes peuvent se permettre de mettre en place des pratiques ESG) ?
- En économétrie : biais de « simultanéité »

« Corrélation » n'implique pas « causalité » (suite)

- Pour identifier une réelle causalité, on a besoin de comparer des entreprises « traitées » et des entreprises « témoin » (analogie avec la médecine)
- Quasiment impossible ici ! On ne donne pas un « traitement ESG » à des entreprises et pas à d'autres.
- Exception : étude de Manchiraju & Rajgopal (2017)
 - * En Inde, une loi de 2013 a obligé certaines entreprises à consacrer au minimum 2% de leur résultat net à des investissements ESG (groupe traité)
 - * Résultat : Impact négatif des dépenses ESG sur le cours de Bourse

Corrélation » n'implique pas « causalité » (suite)

- Autre méthode : « regression discontinuity design » (RDD). Logique sous-jacente (à très gros traits) :
 - * Exemple (sur une thématique gouvernance) : depuis 2015, les entreprises de plus de 1000 salariés doivent avoir au moins un administrateur salarié (voir Belot & Waxin (2022))
 - * A priori, une entreprise de 1050 salariés n'est pas très différente d'une entreprise de 950 salariés...
 - * Le RDD permet de tester l'impact des administrateurs salariés « toutes choses égales par ailleurs » (i.e., à caractéristiques des entreprises identiques)

Corrélation » n'implique pas « causalité » (suite)

- Méthodologie employée par Flammer (2015) pour étudier la relation ESG
 performance
 - Analyse les résolutions ESG proposées en AG
 - * Suppose que les caractéristiques d'une entreprise dans laquelle une résolution est approuvée de peu (e.g., 51% des voix pour) ne sont pas différentes de celles d'une entreprise dans laquelle une résolution est rejetée de peu (e.g., 49% des voix pour).
 - On a une sorte de « traitement » (ici apparaître comme une entreprise à forte intensité ESG) <u>aléatoire</u>

Corrélation » n'implique pas « causalité » (suite)

- Résultats de Flammer (2015)
 - * Réaction positive du marché lorsqu'une AG approuve une résolution ESG
 - ★ Amélioration de la performance économique et de la valorisation de la firme dans les années t+1 à t+4.
 - > Résultats en faveur d'une relation positive entre ESG et performance.
 - × Limites:
 - Echantillon très faible : 122 (61) événements si on retient une amplitude de +/- 10% (5%) autour du seuil d'approbation de 50%
 - Point soulevé par Flammer (2015): en général, très faible approbation des résolutions ESG en AG (13.5% des voix pour)

 ⇒ le résultat positif observé vaut pour le sous-échantillon du RDD, mais en général il semble que les résolutions ESG ne sont pas fortement appréciées des investisseurs.
- Conclusion générale : malgré l'utilisation d'une méthodologie robuste, difficile d'affirmer de façon ferme et définitive qu'il existe une causalité ESG ⇒ Performance financière.

2.3 Limites des études consacrées à la relation ESG – performance

Le biais de « variable omise »

 Définition : lorsqu'une variable qui affecte simultanément la variable expliquée (ici la performance) et la variable explicative (ici l'intensité ESG) n'est pas prise en compte. ⇒ Risque d'estimations statistiques biaisées.

– Exemple :

- * Dans un article très cité (9000+ citations Google Scholar), Waddock & Graves (1997) démontrent une relation positive entre ESG et performance.
- * McWilliams and Siegel (2000) démontrent que cet effet disparait si on inclut les dépenses de R&D des entreprises comme variable de contrôle additionnelle dans l'estimation statistique.
- Problème de fond : la variable omise peut être difficile à mesurer. Elle demeurera alors « mystérieuse » et biaisera l'analyse.

2.3 Limites des études consacrées à la relation ESG – performance

Problème de « self-selection »

- Les entreprises qui engagent des pratiques ESG sont différentes des autres...
- ... or l'analyse statistique suppose une distribution aléatoire ⇒ risque de biais statistiques et d'estimations faussées
- Obligation d'identifier des entreprises comparables

Etudes de Hawn et al. (2018) et Durand et al. (2019)

- Entreprises qui entrent dans le Dow Jones Sustainability Index (Index) ⇒ signal de pratiques ESG fortes
- « Matchées » selon des critères de taille, secteur, EBITDA, etc.
- Analyse empirique : comparaison des réactions boursières à CT des entreprises « labellisées ESG » vs. leurs comparables
- Résultat : pas d'effet significatif ⇒ les investisseurs ne sont pas sensibles à cette « certification ESG »

2.3 Limites des études consacrées à la relation ESG – performance

Une grande difficulté à répliquer les études existantes

- Nous avons cité l'étude de Khan et al. (2016) au début de cette présentation...
- ... elle est aujourd'hui remise en cause! Pourquoi?
 - * Les recherches académiques reposent sur des *designs* empiriques spécifiques, en particulier pour le « codage » des pratiques ESG.
 - * Berchicci et King (2022) montrent que Khan et al. (2016) ont fait *un* choix parmi *448* possibles!
 - * Ils répliquent l'étude en retenant les 447 autres choix empiriques possibles.
 - ➤ Dans 98% des réplications, le différentiel de performance entre le *Top 20%* et le *Bottom 20%* est INFERIEUR à ce qui est documenté dans l'étude initiale ⇒ le résultat de Khan et al. (2016) est considéré comme un « artefact ».

- Contexte: souvent, les études académiques mettent en relation des choix ESG en date t avec une performance en date t (au mieux t+1) ⇒ une critique: l'analyse est finalement « courttermiste » et on ne connait pas l'effet pour l'entreprise à moyen / long-terme
- Cette critique n'est pas forcément légitime :
 - Si on s'intéresse à la réaction boursière ou à la valorisation, dans un contexte de marchés efficients les hausses de cours *actuelles* reflètent les hausses des flux *futurs* (même *lointains*)
- Question de recherche : A-t-on des résultats sur des effets à plus long-terme ?
- De nombreuses études sur la performance boursière de LT (voir Khan et al., 2016, étude citée en introduction)

L'étude de Eccles et al. (2014)

- Identification de 90 entreprises américaines vertueuses matchées avec
 90 entreprises non vertueuses
- Analyse de long-terme : on identifie les firmes en 1993 et on analyse leur situation en 2009
- Originalité de l'étude : la « réalité » des pratiques ESG est vérifiée par des entretiens avec des managers (on ne se base pas uniquement sur une notation extra-financière)
- Résultats :
 - * Sur-performance boursière des entreprises vertueuses vs. non vertueuses (+4,8% l'an en *value-weighted*) sur la période 1993-2010
 - Sur-performance économique (ROA et ROE)
 - **× Les investissements ESG paient à LT**
- Limites : taille de l'échantillon réduite, potentielles erreurs d'identifications et biais de variable omise (cf. section 2.3) ⇒ le risque de conclusion erronée demeure

 Pour alimenter le débat relatif aux effets des investissements ESG à CT / LT, il est opportun de connaître l'avis des praticiens (en particulier les décideurs financiers)

Etude de Larcker et al. (2019)

- Enquête auprès de 200 CEOs et CFOs du S&P 1500
- Même s'ils ont des effets positifs à LT, les investissements ESG sont parfois perçus comme coûteux à CT ⇒ si les dirigeants sont court-termistes (sous la pression des investisseurs), il est possible qu'ils renoncent à des investissements ESG (pourtant rentables dans le futur) de peur d'être sous-performants aujourd'hui.
- Nota bene (vision plus optimiste) : dans la vision Strategic CSR développée plus haut, un dirigeant est prêt à perdre à CT pour gagner à LT.
- Réalité du phénomène ? Les dirigeants considèrent-ils les pratiques ESG comme une perte à CT et un gain à LT ?

Etude de Larcker et al. (2019) (suite)

What is the financial impact to your company of meeting the interests of these stakeholders? (Respondents requested to select one answer for the short-term impact and one answer for the long-term impact.)

		Long-term impact						
		High or moderate cost	Little or no cost or benefit	High or moderate benefit				
ıpact	High or moderate cost	37%	4%	12%				
Short-term impact	Little or no cost or benefit	5%	10%	5%				
	High or moderate benefit	0%	0%	28%				

- A long-terme, l'ESG est un coût pour 42% des répondants
- L'ESG génère des bénéfices à LT pour 45% des répondants
- Seulement 12% des répondants voient l'ESG comme un coût à CT et un gain à LT

- Contexte: (quasiment) toutes les études académiques mais aussi une grande partie des praticiens (2/3 des gérants et analystes si on en croit l'étude CFA Institute de 2017) – utilisent les notes ESG des grandes agences de notation extra-financière.
- Question de recherche : Peut-on/doit-on faire confiance à ces notations ?
- Cette question est FONDAMENTALE : imaginons que ces notations ne capturent pas (ou insuffisamment) la réalité des pratiques ESG...
 - Si j'introduis dans mon analyse des données « imparfaites », l'estimation statistique est biaisée
 - Il est vain d'étudier la relation ESG Performance !

Résultats de l'étude de Berg et al. (2022)

 6 notations étudiés : KLD, Sustainalytics, Moody's ESG (Vigeo-Eiris), S&P Global (RobecoSAM), Refinitiv (Asset 4), MSCI

Table 2 Correlations Between ESG Ratings

Correlations between ESG ratings at the aggregate rating level (ESG) and at the level of the environmental dimension (E), the social dimension (S), and the governance dimension (G) using the common sample. The results are similar using pairwise common samples based on the full sample. SA, SP, MO, RE, KL, and MS are short for Sustainalytics, S&P Global, Moody's ESG, Refinitiv, KLD, and MSCI, respectively.

		KL MO		KL RE												Average
ESG	0.53	0.49	0.44	0.42	0.53	0.71	0.67	0.67	0.46	0.7	0.69	0.42	0.62	0.38	0.38	0.54
E	0.59	0.55	0.54	0.54	0.37	0.68	0.66	0.64	0.37	0.73	0.66	0.35	0.7	0.29	0.23	0.53
S	0.31	0.33	0.21	0.22	0.41	0.58	0.55	0.55	0.27	0.68	0.66	0.28	0.65	0.26	0.27	0.42
\mathbf{G}	0.02	0.01	-0.01	-0.05	0.16	0.54	0.51	0.49	0.16	0.76	0.76	0.14	0.79	0.11	0.07	0.30

➤ Constat d'une grande « confusion ». Les corrélations entre notation sont faibles, il existe donc de fortes **divergences d'appréciation** des pratiques ESG.

- Comment expliquer les divergences de notation ?

 ⇒ Typologie de Berg et al. (2022)
 - Scope divergence: dans la construction de leurs notations, l'agence X et l'agence Y n'utilisent pas les mêmes items. Exemple donné: les dépenses de lobbying sont prises en compte par X et pas par Y.
 - Weight divergence: l'agence X et l'agence Y, pour la construction de leurs notations, n'accordent pas le même poids à un indicateur ESG donné.
 - Measurement divergence: lorsqu'un même item ESG est appréhendé différemment par l'agence X et l'agence Y. Exemple donné: pour appréhender la (mauvaise) qualité des politiques RH, X va utiliser le turnover des salariés alors que Y utilise le nombre de conflits employeuremployé portés devant les tribunaux.

Comment expliquer les divergences de notation ?

Résultats de Berg et al. (2022)

	Contribution aux divergences totales
Weight divergence	6%
Scope divergence	38%
Measurement divergence	56%

 Exemple de différence de mesure : corrélation de seulement 0.59 sur l'item « séparation des fonctions de Président et Directeur général » alors que l'information est publique et *a priori* binaire (oui/non) donc facile à analyser ⇒ résultat (très) inquiétant...

- Un point important : Berg et al. (2022) identifient également un « effet de halo ».
 - Définition : biais cognitif se produisant lorsqu'une première impression favorable tend à induire d'autres évaluations positives sur des caractéristiques pourtant sans rapport logique.
 - Application : lorsqu'il analyse une entreprise, un évaluateur (*rater*) a tendance à accorder une bonne note pour l'item B s'il a donné une bonne note précédemment pour l'item A alors même que ces deux items ne sont pas liés (biais de première impression)

- L'étude de Berg et al. (2022) met en évidence un fort « désaccord » entre agences de notation extra-financière.
- Partant de ce constat, l'article de Christensen et al. (2022) pose une question importante : le désaccord entre agences augmente/diminue-t-il à mesure que la quantité d'informations fournies par les émetteurs augmente ?
- On pourrait penser qu'un surcroît d'information permet une analyse plus précise et un meilleur alignement des notations.

- En pratique il n'en est rien! Les informations de plus en plus nombreuses et variées fournies par les émetteurs ne font qu'augmenter la confusion.
 - ➤ Pose une question fondamentale (pour les praticiens et le législateur) : les réglementations qui visent à imposer une plus grande communication sur les pratiques ESG conduisent-elles à une réduction de l'asymétrie d'information entre investisseurs et émetteurs ?

Etude de Yang (2022)

- Focus sur la notation MSCI (leader mondial).
- Echantillon US, période 2011-2016.
- Mise en relation des notes ESG en année t-1 avec (1) les amendes infligées en année t et (2) les procès en année t relatifs à des violations de lois environnementales et sociales.
- Résultat (inquiétant) : les firmes les mieux notées... ont une probabilité plus forte de connaître des controverses ESG.
- La recherche académique et l'industrie utilisent-elles les bons indicateurs d'intensité ESG ?

- Question de recherche : Peut-on/doit-on faire confiance à ces notations ?
- Réponse : Prudence !
- La réponse de Hester M. Peirce, Commissionner de la SEC (2019, https://www.sec.gov/news/speech/speech-peirce-061819)

"Even if the rating is not wrong on its own terms, the different ratings available can vary so widely, and provide such bizarre results that it is difficult to see how they can effectively guide investment decisions".

- En l'état actuel des connaissances, on ne peut affirmer que l'ESG créée de la performance.
 - ➤ Trop de biais statistiques, d'erreurs de mesures, pas assez d'identification du sens de la relation ESG Performance.
- Notre opinion rejoint par ex. celle de Larcker et al. (2022)
 - Article intitulé "Seven myths of ESG"
 - Rejette l'affirmation selon laquelle l'ESG créée de la valeur
 - 3 | MYTH #2: ESG IS VALUE-INCREASING

A second myth and one closely related to the first, is that ESG improves outcomes for shareholders and stakeholders (so-called 'doing well by doing good').¹⁵ Despite widespread claims to this effect, the evidence is extremely mixed and very dependent on the setting.

 Important : pas d'évidence claire pour affirmer, a contrario, que l'ESG détruit de la valeur.

2.7 Quelques extensions intéressantes

- La quête d'une relation "universelle" nous semble vaine...
- ... mais des résultats plus ponctuels peuvent émerger
- Nous mentionnons deux dimensions :
 - Les investissements E / S / G ne sont pas tous perçus de la même façon
 - Les politiques ESG peuvent être perçues différemment dans le temps

Extension 1 : les pratiques E / S / G n'ont pas toutes le même impact

- Etude de Krüger (2015)
 - **×** USA, période 2001-2007
 - Analyse des réactions boursières autour d'annonces relatives à l'ESG : lorsque KLD (agence de notation extra-financière) relève ou déteriore sa notation d'une entreprise
 - ➤ Rentabilité boursière anormale sur des période de 11 [-5;+5] et 21 jours [-10,+10] entourant l'annonce
 - ★ 6 grands items:
 - Relations avec la communauté
 - Diversité
 - Relations avec les salariés
 - Environnement
 - Droits humains
 - Produits de l'entreprise

2.7 Quelques extensions intéressantes

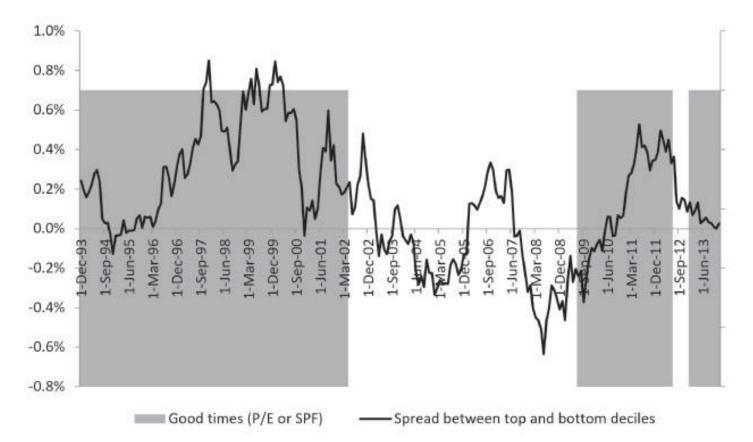
Etude de Krüger (2015) (suite)

Domaine	Annonces négatives Réaction boursière	Annonces positives Réaction boursière
E/S/G	[-5 , +5]	[-5 , +5]
Tous domaines	-0,88% ***	-0,16%
Communauté (S)	-2,14% ***	-1,25% *
Diversité (S)	-0,45%	-0,10%
Relations avec les employés (S)	-0,88% *	-0,42%
Environnement (E)	-1,54% *	0,07%
Droits humains (S)	1,07%	-0,45%
Produits (S / E)	-0,89% ***	1,41%

^{*** (**) (*)} signifie que la valeur observée est significativement différente de 0 au seuil de 1% (5%) (10%).

Extension 2 : il existe des différences temporelles

 Bansal et al. (2022) ⇒ les firmes les plus « ESG friendly » surperforment les firmes qui le sont le moins durant les périodes boursières <u>les plus</u> <u>favorables</u>



2.7 Quelques extensions intéressantes

Extension 2 : il existe des différences temporelles (suite)

- A noter : des études contradictoires existent (montre bien la difficulté à généraliser !!!)
- Exemple : Lins et al. (2017)
 - ➤ Etude sur la crise financière de 2008-2009, entreprises US
 - ✗ Analyse de la rentabilité boursière sur la période août 2008 − mars 2009
 - * Les firmes à forte intensité ESG ont mieux résisté en période de crise
 - * Interprétation : la crise financière est une crise de *confiance*, les entreprises qui ont bâti de bonnes relations avec leurs *stakeholders* s'en sortent mieux lors de périodes difficiles.

Partie 3. ESG et performance au niveau de la gestion d'actifs

Préambule

- Cette partie 3. (plus courte que la précédente) se fixe pour objectif de présenter les études qui analysent l'impact de stratégies de gestion ESG sur la performance des fonds d'investissement.
- Dans la <u>section 3.1</u>, nous présentons les conclusions d'une méta-analyse récente. Elle conclut sans ambiguïté qu'une stratégie de gestion d'actifs ESG ne sur-performe pas une stratégie d'allocation « conventionnelle ».

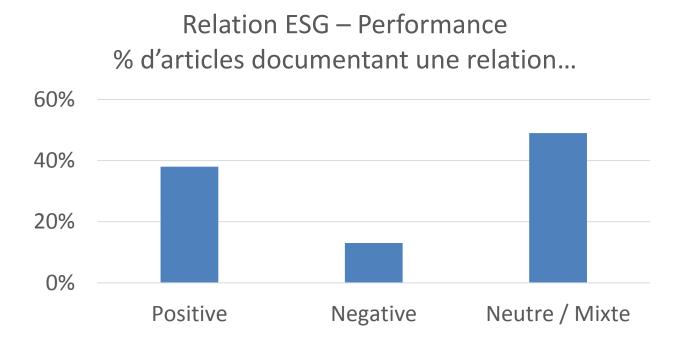
- De récentes études ont analysé les comportements des gérants d'actifs qui se revendiquent « ESG ». Une question fondamentale est posée : *Do Responsible Investors Invest Responsibly?* Cette question est importante dans un contexte de suspicion autour de pratiques potentiellement mensongères de certains gérants d'actifs (ouverture d'une enquête de la SEC en avril 2021, entre autres controverses). Nous présentons leurs conclusions dans la <u>section 3.2</u>.
- A l'issue de ce tour d'horizon, nous tirerons en <u>section 3.3</u> notre conclusion.

3. ESG et performance au niveau de la gestion d'actifs

- 3.1 Résultats d'une méta-analyse
- 3.2 L'ISR est-il socialement responsable?
- 3.3 Conclusion

3.1 Résultats d'une méta-analyse

- Etude de Atz et al. (2022, pré-citée)
 - Synthèse de 97 études ponctuelles récentes (parues entre 2015 et 2020)



 Un avis plus tranché! « returns from ESG investing (averaged accross many portfolio management strategies) are indistinguishable from conventional investing »

3.2 L'ISR est-il socialement responsable?

Etude de Rhagunandan & Rajgopal (2022)

Design: Analyse des prospectus et websites pour identifier 147
 « self-labelled ESG mutual funds » (USA, période 2010-18)
 versus 2428 fonds non ESG.

• Résultats sur les actifs détenus en portefeuille :

- Les fonds ESG détiennent des titres d'entreprises disposant d'un meilleur rating ESG (KLD + ASSET4)
- Les fonds ESG détiennent des titres d'entreprises émettant plus de gaz à effet de serre (Scope 1)
- Les fonds ESG sont plus susceptibles de détenir en portefeuille des titres d'entreprises qui violent les lois du travail / environnementales

Quid de la performance ?

Les performances des portefeuilles ESG sont significativement inférieures... et leurs frais de gestion supérieurs...

3.2 L'ISR est-il socialement responsable?

Etude de Kim & Yoon (2022)

- Critique possible de l'étude de Rhagunandan & Rajgopal (2022)
 : focalisée sur des fonds auto-proclamés « ESG » ⇒ pas de vérification / certification du processus d'investissement.
- Kim & Yoon étudient une « certification » particulière : la signature des *Principles for Responsible Investment* (PRI).
- Design : Analyse des fonds d'investissements actifs aux USA.
 Comparaison avant après signature (18 mois avant vs. 18 mois après)

3.2 L'ISR est-il socialement responsable ? Etude de Kim & Yoon (2022)

Résultats actifs détenus / comportements

- Pas de hausse du score ESG du portefeuille post-signature
- Comportement de vote en AG : post-signature, les gestionnaires ont moins tendance à supporter des initiatives ESG !!!
- Mais : outil qui permet d'améliorer la collecte ! ⇒ hausse de ~5% avant/après (signal positif pour les investisseurs)

Quid de la performance ?

> Pas de hausse des performances post-signature

Interprétation des auteurs

Comportement opportuniste de greenwashing

3.2 L'ISR est-il socialement responsable?

Etude de Gibson et al. (2022)

 Design: Analyse des signataires PRI, comparaison USA vs. Europe (684 signataires PRI vs. 6481 non signataires)

Résultats

- Probabilité de signer les PRIs plus élevée pour les gérants européens.
- Les signataires européens ont des portefeuilles qui présentent des scores ESG supérieurs à ceux des gérants U.S.
- Le score ESG des portefeuilles européens augmente postsignature, ce qui n'est pas le cas pour les portefeuilles U.S. ⇒ comportement opportuniste plus marqué aux USA.
- Aux USA : les fonds qui ont sous-performé ont plus tendance à devenir signataires ⇒ un moyen de redevenir attractif ? (l'ESG comme argument commercial)
- Une note plus optimiste pour la gestion d'actifs européenne!

- Le constat d'une absence de corrélation significative entre stratégie de portefeuille ESG et performance est-il surprenant ?
 - Pas vraiment! Si les actifs qu'ils détiennent (i.e., les actions des entreprises les plus vertueuses d'un point de vue de l'ESG) ne surperforment pas leurs comparables (cf. notre conclusion en section 2.6), difficile pour les gérants ESG de générer une sur-performance...
 - ... d'autant plus si on prend en compte les frais de gestion.
- Piste de recherche à explorer : peu de résultats sur la performance des fonds ESG européens

- Limite : Toujours la même problématique
 ⇒ mesure-t-on correctement l'engagement ESG ?
 - L'absence de résultats significatifs peut découler de la non vérification (voire vérifiabilité) du caractère réel de l'engagement ESG des gérants...
 - ...dans un contexte où nombre d'entre eux semblent surfer sur la vague ESG (des paroles sans les actes).
- Etude CFA Institute (2017) à destination des gérants d'actifs / analystes ⇒ 66% disent s'appuyer sur les notations extrafinancières extérieures dans leur analyse ESG
 - ➤ Trop grande confiance accordée à ces indicateurs (cf. section 2.5 pour une discussion relative à leur pertinence) ?

- Albuquerque, R., Koskinen, Y., Zhang, C., 2019. Corporate Social Responsibility and Firm Risk: Theory and Empirical Evidence. Management Science 65, 4451–4469.
- Atz, U., Van Holt, T., Liu, Z.Z., Bruno, C.C., 2022. Does sustainability generate better financial performance? review, meta-analysis, and propositions. Journal of Sustainable Finance & Investment 1–24.
- Bansal, R., Wu, D. (Andrew), Yaron, A., 2022. Socially Responsible Investing in Good and Bad Times. Review of Financial Studies 35, 2067–2099.
- Belot, F., Waxin, T., 2022. Mandatory employee board representation: Good news for family firms? International Review of Law and Economics 71, 106084.
- Berchicci, L., King, A., 2022. Corporate Sustainability: A Model Uncertainty Analysis of Materiality. Journal of Financial Reporting.
- Berg, F., Kölbel, J.F., Rigobon, 2022. Aggregate Confusion: The Divergence of ESG Ratings. Review of Finance (forthcoming).
- Bolton, P., Kacperczyk, M., 2021. Do investors care about carbon risk? Journal of Financial Economics 142, 517–549.

- Christensen, D.M., Serafeim, G., Sikochi, A., 2022. Why is Corporate Virtue in the Eye of The Beholder? The Case of ESG Ratings. The Accounting Review 97, 147–175.
- Colombet, I., 2015. Revue systématique et méta-analyse en médecine palliative. Médecine Palliative: Soins de Support Accompagnement Éthique 14, 240–253.
- Durand, R., Paugam, L., Stolowy, H., 2019. Do investors actually value sustainability indices? Replication, development, and new evidence on CSR visibility. Strategic Management Journal 40, 1471–1490.
- Eccles, R.G., Ioannou, I., Serafeim, G., 2014. The Impact of Corporate Sustainability on Organizational Processes and Performance. Management Science 60, 2835–2857.
- Flammer, C., 2015. Does Corporate Social Responsibility Lead to Superior Financial Performance? A Regression Discontinuity Approach. Management Science 61, 2549–2568.
- Friede, G., Busch, T., Bassen, A., 2015. ESG and financial performance: aggregated evidence from more than 2000 empirical studies. Journal of Sustainable Finance & Investment 5, 210–233.
- Gibson, R., Glossner, S., Krüger, P., Matos, P., Steffen, T., 2022. Do Responsible Investors Invest Responsibly? Review of Finance (forthcoming).

- Gillan, S.L., Koch, A., Starks, L.T., 2021. Firms and social responsibility: A review of ESG and CSR research in corporate finance. Journal of Corporate Finance 66, 101889.
- Hawn, O., Chatterji, A.K., Mitchell, W., 2018. Do investors actually value sustainability? New evidence from investor reactions to the Dow Jones Sustainability Index (DJSI). Strategic Management Journal 39, 949–976.
- Hong, H., Kacperczyk, M., 2009. The price of sin: The effects of social norms on markets. Journal of Financial Economics 93, 15–36.
- Khan, M., Serafeim, G., Yoon, A., 2016. Corporate Sustainability: First Evidence on Materiality. The Accounting Review 91, 1697–1724.
- Kim, S., Yoon, A., 2022. Analyzing Active Fund Managers' Commitment to ESG: Evidence from the United Nations Principles for Responsible Investment. Management Science.
- Krüger, P., 2015. Corporate goodness and shareholder wealth. Journal of Financial Economics 115, 304–329.
- Larcker, D.F., Tayan, B., Trivedi, V., Wurzbacher, O., 2019. Stakeholders and Shareholders: Are Executives Really "Penny Wise and Pound Foolish" About ESG? Stanford Closer Look Series CGRP78.

- Larcker, D.F., Tayan, B., Watts, E.M., 2022. Seven myths of ESG. European Financial Management 28, 869–882.
- Lins, K.V., Servaes, H., Tamayo, A., 2017. Social Capital, Trust, and Firm Performance: The Value of Corporate Social Responsibility during the Financial Crisis. Journal of Finance 72, 1785–1824.
- Manchiraju, H., Rajgopal, S., 2017. Does Corporate Social Responsibility (CSR) Create Shareholder Value? Evidence from the Indian Companies Act 2013. Journal of Accounting Research 55, 1257–1300.
- Margolis, J.D., Anger Elfenbein, H., Walsh, J.P., 2011. Does it Pay to Be Good...And Does it Matter? A Meta-Analysis of the Relationship between Corporate Social and Financial Performance. Working paper.
- Matos, P., 2020. ESG and Responsible Institutional Investing Around the World: A Critical Review. CFA Institute Research Foundation Literature Reviews.
- McWilliams, A., Siegel, D., 2000. Corporate social responsibility and financial performance: Correlation or misspecification? Strategic Management Journal 21, 603.
- Raghunandan, A., Rajgopal, S., 2022. Do ESG funds make stakeholder-friendly investments? Review of Accounting Studies 27, 822–863.

- Waddock, S.A., Graves, S.B., 1997. The corporate social performance financial performance link. Strategic Management Journal 18, 303–319.
- Yang, R., 2022. What do we learn from ratings about corporate social responsibility? New evidence of uninformative ratings. Journal of Financial Intermediation 52, 100994.