

CSR Performance, Dividend Payout and Governance Mechanisms

FIR – 17 Mars 2016

Guillaume Pijourlet



Contexte de la recherche

Développement
de l'ISR

Quel impact
de la RSE
sur la valeur
de marché?

Initiatives
internationales
en faveur de la
RSE

Profusion
d'informations
extra-
financières

Contexte de la recherche

« conflict-resolution view »

- RSE comme moyen d'agir dans l'intérêt des actionnaires.
- Augmentation de l'engagement des parties prenantes.
- Acquisition d'avantages compétitifs.
- RSE comme moyen d'exproprier les actionnaires.
- Politiques liées à des problèmes d'agence.
- La RSE permet aux dirigeants de s'enraciner.

« agency view »

Contexte de la recherche

Etudes d'évènements

- Curran et Morran (2007)
- Doh et al. (2010)
- Cellier et al (2011)
- Ramchander et al, (2012)
- Clacher et Hagendorff (2012)

Etude des rentabilités long-terme

- Brammer et al. (2006)
- Galema et al. (2008)
- Becchetti et Ciciretti (2009)

Etude des ratios de valorisation

- Lo et Sheu (2007)
- Bird et al. (2007)
- Galema et al. (2008)
 - Jiao (2010)
- Gregory et al. (2013)
- Marsat et Williams (2013)

Pas de consensus empirique!

Contexte de la recherche

Actionnariat
Managérial

(Barnea et Rubin,
2010)

Incitations
Financières

(Fabrizi et al.,
2013)

Enracinement
Managérial

(Surroca et Tribo,
2008; Fabrizi et
al., 2013)

-

-

+

Performance
Sociale

Problématique

- Comment les actionnaires peuvent-ils s'assurer que les politiques RSE sont menées dans leurs intérêts?
- Une bonne gouvernance couplée à une RSE élevée augmente la valeur de marché (Harjoto et Jo, Ntim et Soobaroyen, 2013).
- Or, les conflits d'intérêts entre dirigeants et actionnaires sont un déterminant essentiel des politiques de dividendes (Easterbrook, 1984; Jensen, 1986) : un actionnaire préfère un dividende élevé si le risque d'expropriation est important.

Quel impact des politiques de RSE sur la politique de dividendes?

Hypothèses

La séparation propriété/contrôle engendre un conflit concernant l'utilisation des ressources financières de l'entreprise. Les managers ont tendance à poursuivre leurs intérêts privés (Jensen and Meckling, 1976; Easterbrook, 1984; Jensen, 1986).



Les politiques liées à la RSE sont potentiellement des objectifs en contradiction avec la maximisation de la richesse actionnariale.



Le paiement d'un dividende élevé est l'un des moyens de limiter le comportement opportunistes des managers (Easterbrook, 1984; Jensen, 1986).

H₁ : Les entreprises socialement responsables paient plus de dividendes et pour des montants élevés.

Hypothèses (suite)

- **Problème : une relation positive RSE/dividendes peut avoir d'autres explications théoriques!**
- Théorie des parties prenantes (Freeman, 1984; Donaldson and Preston, 1995) : la firme doit agir dans l'intérêt de toutes ses parties prenantes (pas uniquement de l'actionnaire).
 - Les entreprises socialement responsables paient plus de dividendes pour satisfaire à la fois les PP financières et non financières?
- Nous cherchons à vérifier la validité de "l'agency view" de la RSE.
 - Nous allons tester si certains mécanismes classiques de gouvernances ont une influence sur l'intensité de la relation RSE/dividendes.
 - Mécanismes de gouvernance = mécanismes par lesquels les actionnaires s'assurent que les dirigeants agissent dans leur intérêt. (Shleifer and Vishny, 1997)
 - Si les entreprises socialement responsables paient plus de dividendes afin de réduire le risque d'expropriation, alors la relation positive attendue entre RSE et dividendes doit être plus élevée en présence de mécanismes de gouvernance.

Hypothèses (suite)

- Les institutions légales sont une des principales solutions mises en œuvre pour protéger l'actionnaire d'une expropriation de la part des dirigeants (La Porta et al., 2000).
- Deux “modèles” explicatifs pour les dividendes :
 - **“Outcome” model** : lorsque la protection est élevée, les actionnaires peuvent plus facilement demander des dividendes élevés. (**impact +**)
 - **“Substitution” model** : lorsque la protection est élevée, les firmes ont moins de problèmes d'agence, et ont donc moins besoin de payer des dividendes élevés pour signaler leur qualité au marché. (**impact -**)

H₂ : l'effet de la RSE sur le niveau de dividende payé est plus élevé lorsque la protection légale des investisseurs est élevée.

Hypothèses (suite)

- Un autre moyen d'aligner les intérêts des actionnaires et des managers est de rendre propriétaires les managers.
- Augmentation de l'actionnariat managérial = réduction des coûts d'agence, (richesse des managers impactée par les décisions qu'ils prennent)

H_3 : l'effet de la RSE sur le niveau de dividende payé est plus élevé lorsque l'actionnariat managérial est élevé.

Hypothèses (suite)

- L'activité des analystes peut également inciter les managers à agir dans l'intérêt des actionnaires :
 - importance des analystes en ce qui concerne l'intermédiation financière.
- Une plus grande couverture par les analystes peut encourager les dirigeants d'entreprises socialement responsables à payer plus de dividendes
 - volonté de signaler aux marchés qu'ils agissent dans l'intérêt des actionnaires.

H_4 : l'effet de la RSE sur le niveau de dividende payé est plus élevé lorsque la couverture par les analystes est élevée.

Résultats

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
CSR rating	0.111*** (4.17)				
Env		0.125*** (4.66)			
HC			0.076*** (3.29)		
SC				0.083*** (3.48)	
SG					0.090*** (3.84)
MTB	-0.252*** (-5.24)	-0.247*** (-5.36)	-0.249*** (-5.35)	-0.247*** (-5.20)	-0.239*** (-5.07)
Size	0.195*** (4.97)	0.183*** (4.69)	0.218*** (5.70)	0.197*** (5.05)	0.207*** (5.34)
ROA	7.304*** (8.18)	7.191*** (8.31)	7.316*** (8.30)	7.315*** (8.19)	7.179*** (8.11)
Age	0.040*** (6.15)	0.039*** (5.99)	0.040*** (6.14)	0.041*** (6.28)	0.040*** (6.13)
Industry sigma	-8.568* (-1.90)	-8.590* (-1.91)	-9.241** (-2.06)	-9.698** (-2.13)	-8.693* (-1.91)
Leverage	0.055 (0.21)	0.081 (0.30)	0.059 (0.22)	0.093 (0.35)	0.025 (0.09)
Intercept	-2.279*** (-4.23)	-2.356*** (-4.30)	-2.443*** (-4.46)	-2.285*** (-4.24)	-2.473*** (-4.50)
Observations	4,917	4,917	4,917	4,917	4,917
Pseudo R ²	25.24%	25.45%	24.63%	24.89%	25.02%

Résultats

	Dependent variable: dividend / earnings				
	CSR rating (1)	<u>Env</u> (2)	HC (3)	SC (4)	SG (5)
CSR measures	0.009** (2.14)	0.008* (1.89)	0.005 (1.34)	0.004 (1.31)	0.007* (1.84)
MTB	0.056*** (4.54)	0.057*** (4.51)	0.057*** (4.56)	0.057*** (4.59)	0.057*** (4.59)
Size	-0.028*** (-4.24)	-0.028*** (-4.15)	-0.025*** (-3.97)	-0.026*** (-3.95)	-0.026*** (-4.16)
ROA	-1.172*** (-6.88)	-1.170*** (-6.85)	-1.174*** (-6.87)	-1.177*** (-6.89)	-1.175*** (-6.88)
Age	0.003*** (2.82)	0.003*** (2.79)	0.003*** (2.91)	0.003*** (2.94)	0.003*** (2.87)
Industry sigma	0.184 (0.24)	0.198 (0.26)	0.229 (0.30)	0.204 (0.27)	0.262 (0.35)
Leverage	0.064 (1.43)	0.066 (1.45)	0.067 (1.46)	0.067 (1.44)	0.064 (1.41)
Intercept	1.010*** (10.00)	1.017*** (10.05)	0.995*** (9.68)	1.006*** (9.92)	0.992*** (9.71)
Observations	4,162	4,162	4,162	4,162	4,162
R ²	21.58%	21.52%	21.44%	21.45%	21.51%

Résultats

	revised anti-director rights index		Anti-self-dealing index	
	High (1)	Low (2)	High (3)	Low (4)
CSR rating	0.010** (2.26)	-0.001 (-0.11)	0.011** (2.43)	0.005 (0.61)
Observations	2,606	1,519	3,944	926
R ²	23.10%	21.58%	22.5%	17.1%

	Rule of Law Index		Control of Corruption Index	
	High (5)	Low (6)	High (7)	Low (8)
CSR rating	0.009** (2.21)	0.003 (0.26)	0.010** (2.35)	-0.003 (-0.25)
Observations	3,796	364	3,776	384
R ²	20.91%	40.62%	20.84%	40.33%

	Closely Held Shares		Analyst Coverage	
	High (9)	Low (10)	High (11)	Low (12)
CSR rating	0.010* (1.89)	0.006 (1.01)	0.012** (2.43)	0.005 (0.94)
Observations	1,875	1,875	1,993	2,169
R ²	26.60%	23.41%	26.33%	21.39%

Conclusion

Comment la RSE est-elle perçue par les actionnaires?

Politiques de RSE considérées comme pouvant être liées à des tentatives d'expropriation.

Comment les actionnaires peuvent-ils s'assurer que les politiques RSE sont menées dans leurs intérêts?

Paiement d'un dividende plus élevé de la part des entreprises socialement responsables afin de limiter les comportements opportunistes des managers.

Rôle complémentaire des dividendes aux mécanismes de contrôle traditionnels pour résoudre les problèmes liés à la RSE.



Merci de votre attention!