

Responsabilité sociale des entreprises, capacité d'investissement et relation d'agence multi-tâche

Bruno Biais, Catherine Casamatta et Thomas Mariotti



Motivation

- Beaucoup d'études empiriques sur le lien entre performance financière et sociale (voir le survol de la littérature de Margolis et Walsh, 2003) mais résultats difficiles à interpréter
 - Problèmes de méthodologie (McWilliams et Siegel 1997, 1999)
 - Performance financière et performance sociale sont endogènes
- Peu d'études théoriques sur le lien entre performance financière et sociale, et sur le rôle de la rémunération des dirigeants
- Objectif du projet: développer un cadre théorique pour étudier les liens entre gouvernance et RSE, clarifier les résultats empiriques, proposer des recommandations sur la rémunération des dirigeants

Gouvernance & RSE

- Gouvernance: mécanismes qui incitent les dirigeants à internaliser les intérêts des actionnaires (rémunération incitative, monitoring, menaces d'OPA)
- RSE: projets dont la performance a plusieurs dimensions (financière et extra-financière), et/ou des horizons différents (court-terme et long-terme)
- Questions théoriques
 - Adopter une démarche SR est-il souhaitable pour les investisseurs?
 - Comment prendre en compte les différentes dimensions de la RSE dans la gouvernance des entreprises?

Gouvernance & RSE

- Moyen pour les dirigeants de s'enraciner dans l'entreprise (Cespa et Cestone 2007). En adoptant des projets SR, ils se garantissent le soutien de groupes de pression.
- Moyen pour les dirigeants d'obtenir des bénéfices personnels (Barnea et Rubin 2006). Les entreprises dont l'actionnariat dirigeant est élevé font moins d'activités SR.
- Problème multitâche: si la RSE est difficilement mesurable, il faut
 - diminuer les incitations monétaires, ou séparer les activités SR et les activités courantes (Tirole 2001, Holmström-Milgrom 1991)
 - Auditer la performance environnementale quand la performance financière est bonne (Sinclair-Desgagné 1999)

→ la RSE aggrave les problèmes de gouvernance

Notre approche

- Les investisseurs valorisent les démarches SR (ex. raisons éthiques ou anticipation de revenus financiers futurs)
- Inciter les dirigeants à développer les projets SR crée un problème multitâche. Originalité de notre approche:
 - La performance sociale est observable (notations sociale, audits, bilan social, accidents, scandales..)
 - Interaction entre la performance sociale et financière
- Questions:
 - Quelle doit être la forme de la rémunération des dirigeants?
 - Le problème multitâche aggrave-t-il ou non les problèmes de gouvernance? L'accès aux capitaux des entreprises?
 - Quelles entreprises adopteront une démarche SR? Quelles prédictions peut-on tirer de cette analyse?

Le modèle

- Une entreprise doit investir I dans un projet, et dispose d'une richesse initiale $A < I$
- Le projet a deux dimensions de performance valorisées par les investisseurs: cash-flows opérationnels R ou 0
performance sociale S ou 0
- Problème d'incitation multitâche: le dirigeant doit exercer deux efforts non observables pour augmenter la performance
 - $Prob(R) = e_F - \alpha e_S$ et $Prob(S) = e_S$ avec $e_F, e_S \in \{\underline{e}, \bar{e}\}$
 - α mesure l'externalité de l'effort social sur les cash-flows opérationnels: tension entre les deux efforts
- Le dirigeant reçoit une rémunération $M(\tilde{R}, \tilde{S})$

Démarche

- Le dirigeant supporte un coût personnel $c_S(e_S)+c_F(e_F)$
- Le contrat optimal maximise le revenu de l'entreprise sous les contraintes

$$(e_F^*, e_S^*) \in \arg \max_{e_F, e_S} E(M(\tilde{R}, \tilde{S}) | e_F, e_S) - c_F(e_F) - c_S(e_S)$$

$$E(\tilde{R} + \tilde{S} - M(\tilde{R}, \tilde{S}) | e_F^*, e_S^*) \geq I - A$$

- On cherche $M^*(.,.)$, et les conditions sous lesquelles l'entreprise est financée (A minimum) en fonction de (e_F^*, e_S^*)

Résultats sans aléa moral

- Les efforts peuvent être inclus dans le contrat du dirigeant
- L'effort choisi maximise la VAN du projet:

$$E(\tilde{R} + \tilde{S} | e_F^*, e_S^*) - I - c_F(e_F^*) - c_S(e_S^*)$$

- Hypothèse: la VAN du projet est négative si l'effort financier est faible. Il peut être efficace ou non de faire l'effort social.
- L'entreprise est financée quel que soit A . Le dirigeant fait l'effort social si cet effort est efficace.

Résultats avec aléa moral sans RS

- On cherche à inciter à l'effort financier uniquement
- Le contrat optimal récompense le dirigeant en cas de performance financière. Par ex.:

$$M^*(R,0) > 0, M^*(R,S) = M^*(0,S) = M^*(0,0) = 0$$

- On ne récompense pas la performance sociale
- L'entreprise est financée si $A \geq A_F$

Résultats avec aléa moral et RS

- Quand la RS ne réduit pas (beaucoup) les cash-flows opérationnels: α petit

Ex.: projets SR qui ont un impact faible sur les coûts de production

- Pour inciter aux deux efforts, le dirigeant est rémunéré si les performances opérationnelle et sociale sont élevées:

$$M^*(R,S) > 0, M^*(R,0) = M^*(0,S) = M^*(0,0) = 0$$

- Pas de bonus si la performance financière est bonne mais la performance sociale est mauvaise (notation, accident...)
- Ressemble au contrat de Sinclair-Desgagné (1999)

- L'entreprise est financée si $A \geq A_S$

Résultats avec aléa moral et RS

- Quand la RS réduit fortement les cash-flows opérationnels: α grand

Ex.: projets SR qui augmentent significativement les coûts de production, nécessitent de nouveaux investissements..

- le dirigeant est rémunéré lorsque la performance sociale est élevée, et obtient un bonus si la performance financière est *aussi* élevée

$$M^*(R,S) > M^*(0,S) > 0, M^*(R,0) = M^*(0,0) = 0$$

→ Lorsque seul $M^*(R,S) > 0$, le dirigeant ne fait pas l'effort social car cela réduit trop la performance financière: il faut le récompenser en plus lorsqu'on obtient $(0,S)$.

Résultats

- Quelles entreprises inciteront à l'effort social?

| | Effort social efficace | Effort social inefficace |
|----------------|--|------------------------------------|
| α petit | Entreprises riches & pauvres (sauf si c_S grand) | Entreprises pauvres si c_F grand |
| α grand | Entreprises riches & pauvres (sauf si c_S et c_F grands) | Pas d'effort social |

Extensions

- Organisation optimale de l'entreprise
 - Faut-il confier les efforts financier & social à un ou deux agents?
- Implémentation du contrat du dirigeant
 - Est-ce que le cours de Bourse peut refléter la performance sociale? Peut-on alors inciter le dirigeant avec des stock-options?
- Prédications empiriques
 - Distinguer les projets SR avec α élevé/faible ou efficaces/inefficaces
- Impact des préférences
 - Quel est le contrat si le dirigeant internalise la performance sociale?

Bibliographie (1)

- Cespa, G. et G. Cestone, 2007, CSR and managerial entrenchment, *J. of Economics and Management Strategy* 16, 741-771.
- Holmström, B. et P. Milgrom, 1991, Multi-task principal-agent analyses: Linear contracts, asset ownership and job design, *J. of Law, Economics and Organisation* 7, 24-52
- Margolis, J. et J. Walsh, 2003, Misery loves companies: rethinking social initiatives by business, *Administrative Science Quarterly* 48, 268-305.
- McWilliams, A. et D. Siegel, 1997, Event Studies in Management Research: Theoretical and Empirical Issues, *Academy of Management J.* 40, 626-657.
- McWilliams, A. et D. Siegel, 2000, CSR and financial performance: correlation or misspecification? *Strategic Management J.* 21, 603-609

Bibliographie (2)

- Sinclair-Desgagné, B., 1999, How to restore higher-powered incentives in multitask agencies, *J. of Law, Economics, and Organization* 15, 418-433.
- Tirole, J, 2001, Corporate Governance, *Econometrica* 69, 1-35.