

Appel à communications

91^{ème} Congrès de l'Acfas¹ du 13 au 17 mai 2024

Session hybride « **Financement des entreprises et RSE** » n° 437, le 15 mai 2024

Le financement des entreprises est caractérisé par le problème de l'asymétrie d'information car comparé aux dirigeants de l'entreprise, les bailleurs de fonds disposent d'une moins bonne connaissance de la qualité du projet à financer. La responsabilité sociétale des entreprises (RSE), formalisée par les critères environnementaux, sociaux et de gouvernance (ESG) exige des entreprises qui s'engagent dans une telle démarche de divulguer des informations qui peuvent s'avérer utiles pour les investisseurs lors des choix de leur investissement. Pour beaucoup d'entreprises le choix de s'impliquer dans une démarche RSE s'impose à elles à cause d'une prise de conscience de plus en plus grande de ces enjeux liés à la RSE par les parties prenantes (clients, fournisseurs, investisseurs...). Un plus grand engagement RSE des entreprises qui va de pair avec une plus grande divulgation d'information par ces entreprises permet-il de réduire le problème d'asymétrie d'information ? Plus concrètement, dans le cadre de leur relation avec les entreprises qu'ils financent, les bailleurs de fonds et les institutions en lien avec le financement des entreprises prennent-ils en considération l'engagement RSE de ces dernières et si c'est le cas de quelle façon ? En d'autres termes, les bailleurs de fonds incitent-ils les entreprises à s'engager davantage dans une démarche RSE en réduisant le coût de financement des entreprises les plus performantes selon les critères ESG ? Les entreprises les plus performantes d'un point de vue critères ESG attirent-elles plus d'investisseurs ?

Nous invitons les chercheurs à proposer des articles portant sur cette thématique, notamment sur les questions suivantes ; cette liste de questions de recherche n'est ni exhaustive ni limitative :

- Liens entre critères ESG, risque de crédit et coût de la dette des entreprises,
- Liens entre critères ESG, réputation des entreprises et maturité de la dette,
- Liens entre critères ESG, asymétrie d'information et coût du capital des entreprises.

Envoi des communications complètes ou d'un résumé de 2 pages avant le 12 février 2024 à

l'adresse électronique annie.bellier-deliene@cyu.fr

Date de réponse de la sélection des articles le 20 février 2024.

Envoi des articles définitifs avant le 25 avril 2024.

Lieu : sur place à l'Université d'Ottawa ou en ligne.

Langue officielle : français.

Inscription obligatoire (même en ligne) sur acfas.ca à partir du 9 janvier 2024.

¹ Le 91^{ème} Congrès de l'Association canadienne française pour l'avancement des sciences, organisé en collaboration avec l'Université d'Ottawa se déroulera du 13 au 17 mai 2024, sur le thème Mobiliser les savoirs en français. Une semaine complète d'événements, de colloques et de discussions sur la recherche et les savoirs.

Appel à communications

Les acteurs du financement jouent un rôle important tant dans l'écosystème entrepreneurial car sans financement les projets ne pourraient pas évoluer et les innovations ne verraient pas le jour, que pour les grandes entreprises. A côté des sources de financement classiques telles que les crédits bancaires ou l'accès aux marchés financiers, on trouve des acteurs alternatifs comme les plateformes de financement participatif, les business angels, les sociétés de capital-risque ou le capital-investissement (Cumming et Groh, 2018). Ces nouveaux intermédiaires financiers permettent de combler le manque de financement plus particulièrement constaté pour les entreprises au stade d'amorçage. Quelle que soit la forme de financement choisie, le financement de ces entreprises est caractérisé par un niveau relativement élevé d'asymétrie d'information en raison de la moins bonne connaissance de la qualité du projet par le bailleur de fonds par rapport aux porteurs de projet. C'est à ce titre que Gompers et Lerner (2010), Kaplan et Stromberg (2003) précisent que le degré élevé d'asymétrie d'information représente le premier obstacle au financement des entreprises au stade d'amorçage. En outre, dans un monde qui se veut plus responsable et durable, les besoins de financement des entreprises deviennent de plus en plus stratégiques car les entreprises doivent prendre en compte les critères ESG (gouvernance sociale et environnementale) les obligeant à innover voire à repenser leurs modèles économiques pour maintenir leur position sur les marchés. Même si les valeurs du dirigeant pourraient expliquer la sensibilité des entreprises au développement durable (Labelle et Saint Pierre, 2015) ou leur engagement RSE (responsabilité sociale des entreprises) (Westman et al., 2019 ; Fraj-Andrés et al., 2012), la théorie des parties prenantes permet de justifier l'engagement RSE des entreprises (Fernandez et al., 2007 ; Graafland et al., 2003 ; Jenkins, 2006 ; Kusyk et Lozano, 2007 ; Murillo et Lozano, 2006 ; Spence, 2007).

Dans le cadre du reporting extra-financier, les entreprises publient des informations utiles aux bailleurs de fonds et dès 2024 l'entrée en vigueur de la nouvelle directive européenne Corporate Sustainability Reporting Directive (CSRD) renforce cette exigence de divulgation d'informations plus précises et complètes en matière de développement durable. Cette directive concerne les grandes entreprises et les PME cotées.

Les résultats de plusieurs études menées dans différents pays semblent montrer un lien positif entre la transparence des entreprises dans la divulgation des facteurs ESG et la réduction du

problème d'asymétrie d'information, conduisant à une baisse du coût de la dette et des fonds propres pour ces entreprises si on les compare à leurs homologues moins transparentes. En conséquence, est-ce que les bailleurs de fonds prennent en considération les critères ESG dans leurs relations avec les entreprises qu'ils financent ?

D'après le baromètre de référence du financement participatif en France publié en 2022 par Mazars et l'association Financement Participatif France (FPF), 73,6% des plateformes prennent en compte des critères ESG dans leur approche pour identifier des projets éligibles.

L'objectif de ce colloque est de faire avancer le débat et d'enrichir la littérature émergente relative à la prise en compte des critères ESG par les bailleurs de fonds et les conséquences sur les caractéristiques des fonds propres et de la dette des entreprises.

Dans les prochains paragraphes quelques thèmes de recherche qui pourront aider à enrichir la réflexion sont proposés. Cette liste de questions de recherche n'est ni exhaustive ni limitative.

Liens entre critères ESG, risque de crédit et coût de la dette des entreprises

Dans un marché caractérisé par une forte asymétrie d'information, les participants à ce marché se protègent à travers une augmentation du coût de transaction (Grossman et Stiglitz, 1980 ; Amihud, 2002 ; Kyle, 1985). Dans le cadre d'une relation de financement par la dette, cette situation se traduirait par une augmentation du taux d'intérêt par les banques, ce qui leur permettrait de contrôler l'emprunteur une fois le contrat de prêt signé. Selon Dunne et McBrayer (2019), la transparence dans la production d'information ESG dans le cadre du reporting extra-financier est susceptible de réduire ce problème d'asymétrie d'information qualifié par Akerlof (1970) de problème de « l'anti-sélection ». À partir de données sur le score ESG fournies par Bloomberg de 2005 à 2015, Dunne et McBrayer (2019) montrent que le risque de crédit, mesuré par le coût de la dette bancaire des petites entreprises, diminue en fonction de leur transparence en matière de divulgation des informations ESG. Kim et al. (2014) ont analysé le lien entre le coût des crédits syndiqués et le comportement éthique des entreprises à partir des données de 513 entreprises appartenant à 19 pays. Leurs résultats montrent que le comportement éthique des emprunteurs conduit les banques prêteuses à assouplir les conditions de financement lors de la fixation des taux d'emprunt. Sur la base d'un échantillon de 3 996 prêts à des entreprises américaines, Goss et Roberts (2011) montrent que les entreprises qui ont des préoccupations d'ordre RSE paient entre 7 et 18 points de base de plus que les entreprises plus responsables, suggérant que les prêteurs sont plus sensibles aux

préoccupations liées à la RSE en l'absence de garanties. Sur la base de données américaines, Oikonomou et al. (2014) montrent une association positive entre la performance sociale de l'entreprise et un faible spread de crédit (écart entre le taux d'une obligation risquée et celui d'une obligation sans risque émise par l'État) et inversement. Par ailleurs, les résultats de l'étude de Ge et Liu (2015) font ressortir une corrélation positive entre la performance RSE des entreprises et leur notation financière, prouvant que les entreprises ayant une meilleure performance en matière de RSE sont en mesure d'émettre des obligations à un coût plus faible. Bhattacharya et Sharma (2019) ont également prouvé un lien positif entre la performance ESG et la notation financière uniquement pour les PME, cette relation étant non significative pour les grandes entreprises dont la notation financière est déjà élevée.

La performance ESG des entreprises semble réduire le problème d'asymétrie d'information et donc le risque de crédit. Cependant, les résultats obtenus par les études précédentes ne concernent que les crédits bancaires et les obligations classiques. Nous avons peu de connaissances sur le lien entre le coût des autres formes de dette des entreprises et leur niveau de performance ESG. Il paraît donc opportun de vérifier ces résultats sur d'autres formes de dettes.

Liens entre critères ESG, réputation des PME et maturité de la dette

« En présence d'une asymétrie informationnelle ex-ante, l'utilisation de la maturité de la dette peut être un signal efficace pour transmettre une information sur la qualité de la firme » (Séverin, 2012 p. 3). Certains auteurs soutiennent l'idée selon laquelle une entreprise qui utilise de la dette à court terme développe son capital réputation dans la mesure où elle démontre sa capacité à honorer ses engagements, ce qui lui permet de renouveler cette dette à court terme (Diamond, 1991 ; Flannery, 1986). Le lien entre la performance ESG et la réputation de l'entreprise a été établi par plusieurs études (Bear et al., 2010 ; Branco et Rodrigues, 2006 ; Pfau et al., 2008 ; Tangngisalu et al., 2020 ; Vanhamme et Grobбен, 2009 ; Zhang et al., 2021). En mobilisant la théorie du management par les ressources (RBV), Branco et Rodrigues (2006) ont montré que les investissements en matière de RSE et leur divulgation sont bénéfiques pour l'entreprise aussi bien en interne qu'en externe. Selon ces auteurs, les investissements en matière de RSE permettent aux entreprises de développer de nouvelles ressources immatérielles et de nouvelles capacités qui sont liées notamment au savoir-faire des employés et à la culture de l'entreprise. S'agissant des avantages externes, « la RSE permet aux entreprises d'améliorer leur réputation auprès des parties prenantes, notamment les

clients, les fournisseurs, les concurrents, les banquiers et les investisseurs » (Branco et Rodrigues, 2006 p. 122). Selon Vanhamme et Grobben (2009), l'utilisation d'allégations relatives à la responsabilité sociale des entreprises (RSE) peut constituer un outil efficace pour contrer l'impact négatif d'une crise. Un bon reporting RSE permettrait de préserver la réputation de l'entreprise en jouant comme une sorte d'assurance qui protège sa valeur lors de périodes difficiles comme une situation de redressements financiers (Zhang et al., 2021 p. 157).

Il a donc été établi un lien positif entre la performance RSE de l'entreprise et sa réputation et les enseignements tirés de la théorie économique et financière semblent montrer une relation positive entre la maturité de la dette et la réputation de l'entreprise. Toutefois, s'agissant du lien maturité de la dette/réputation, les études antérieures se sont focalisées sur la dette bancaire classique. Il est intéressant d'étudier maintenant le lien entre la réputation de l'entreprise via sa performance RSE (ou ESG) et la maturité des autres formes de dettes de l'entreprise.

Liens entre critères ESG, asymétrie d'information et coût du capital des entreprises

Le problème de l'asymétrie d'information ne concerne pas seulement la relation entreprise/créancier. Il y a une asymétrie d'information entre le dirigeant et les actionnaires dans la mesure où toutes les actions menées par le dirigeant ne sont pas observables par les actionnaires. En d'autres termes, toutes les actions menées par le dirigeant ne sont pas forcément créatrices de valeur actionnariale. Une bonne performance en matière de RSE aide à réduire le problème d'asymétrie d'information entre les managers et les actionnaires (Cho et al., 2013 ; Harjoto et al., 2019 ; Cui et al., 2018 ; Dayanandan et al., 2017 ; Dhaliwal et al., 2014). Egginton et McBrayer (2019) montrent une réduction des coûts de transaction des actions des entreprises transparentes en matière de divulgation des informations ESG. Les résultats obtenus par Dhaliwal et al. (2011) et Reverte (2012) montrent un lien positif entre la divulgation volontaire des informations ESG et le coût des capitaux propres. Selon Harjoto et al. (2019), les entreprises à forte performance ESG réduisent l'asymétrie d'information avec les actionnaires à travers leurs performance RSE sont donc moins enclines à réaliser des fractionnements d'actions. D'après les mêmes auteurs, lorsque des entreprises à forte performance ESG décident de réaliser un fractionnement d'actions, elles attirent une forte

proportion d'investisseurs institutionnels qui ont des horizons d'investissement de long terme. La littérature existante montre un lien positif entre la performance RSE de l'entreprise et la baisse du coût des fonds propres en se focalisant aux actions ordinaires. Pour aller plus loin, y a-t-il un lien entre la performance RSE de l'entreprise et la baisse de coût des autres formes de capital.

Bibliographie indicative

Akerlof, G. A. (1970). "The Market for "Lemons": Quality Uncertainty and the Market Mechanism," *The Quarterly Journal of Economics, Oxford University Press*, vol. 84(3), pages 488-500.

Amihud, Y. (2002). Illiquidity and stock returns: Cross-section and time-series effects. *Journal of Financial Markets*, 5(1), 31-56.

Bear, S., Rahman, N. and Post, C. (2010), "The impact of board diversity and gender composition on corporate social responsibility and firm reputation", *Journal of Business Ethics*, Vol. 97 No. 2, p. 207-221.

Bhattacharya, S., & Sharma, D. (2019). Do environment, social and governance performance impact credit ratings: a study from India. *International Journal of Ethics and Systems*, Vol. 35, No. 3, pp. 466–484.

Branco, M. C., & Rodrigues, L. L. (2006). Corporate Social Responsibility and Resource-Based Perspectives. *Journal of Business Ethics*, 69, p.111–132.

Cho, S. Y., Lee, C., & Pfeiffer, R. J. (2013). Corporate social responsibility performance and information asymmetry. *Journal of Account Public Policy*, 32(1), p.71–83.

Cui J, Jo H, Na H (2018) Does corporate social responsibility affect information asymmetry? *Journal of Business Ethics*,148(3), p.549–572.

Cumming, D.J., Groh, A.P. (2018). Entrepreneurial finance: unifying themes and future directions. *Journal of Corporate Finance* 50, p. 538–555.

Dayanandan, A., Donker, H., & Nofsinger, J. (2017). Corporate goodness and profit warning. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 51(2), p.553–573.

Dhaliwal D, Li OZ, Tsang A, Yang YG (2014) Corporate social responsibility disclosure and the cost of equity capital: the roles of stakeholder orientation and financial transparency. *Journal of Accounting and Public Policy*, 33(4), p.328–355.

- Diamond D.W. (1991), « Monitoring and reputation: The choice between bank loans and directly placed debt », *Journal of Political Economy*, vol.99, n° 4, p. 689-271.
- Dunne, T. C., & McBrayer, G.A. (2019). In the interest of small business' cost of debt: A matter of CSR disclosure. *Journal of Small Business Strategy*, 29(2), 58-71.
- Egginton, J. F., & McBrayer, G. A. (2019). Does it pay to be forthcoming? Evidence from CSR disclosure and equity market liquidity. *Corporate Social Responsibility & Environmental Management*, 26, p.396–407.
- Fernandez, J.F.F., Delgado, J.B., and Garcia, N.V. (2007). The collaborative creation of a strategic stakeholder management approach in a small Spanish Enterprise, *Corporate Governance*, 7, pp. 524-533.
- Flannery M.J., (1986) « Asymmetric Information and Risky debt maturity choice », *Journal of Finance*, vol 41, n° 1, p. 19-37.
- Fraj-Andrés, E., López-Pérez, M. E., Melero-Polo, I., & Vázquez-Carrasco, R. (2012). Company image and corporate social responsibility: reflecting with SMEs' managers. *Marketing Intelligence & Planning*, Vol. 30, No.2, p. 266–280.
- Ge, W. and Liu, M. (2015). Corporate social responsibility and the cost of corporate bonds. *Journal of Accounting and Public Policy*, Vol. 34, pp. 597-624.
- Gompers, P. and Lerner, J. (2010) "Equity Financing," in Zoltan J. Acs and David B. Audretsch, eds., *Handbook of Entrepreneurship Research* (New York, NY: Springer, 2010), pp. 183-214.
- Goss, A., & Roberts, G.S. (2011). The impact of corporate social responsibility on the cost of bank loans. *Journal of Banking & Finance*, 35, p. 1794–1810.
- Graafland, J., van de Ven, B. and Stofelle, N. (2003). Strategies and instruments for organizing CSR by small and large businesses in the Netherlands, *Journal of Business Ethics*, 47, pp. 45-60.
- Grossman, S. J., & Stiglitz, J. E. (1980). On the impossibility of informationally efficient markets. *The American Economic Review*, 70(3), 393-408.
- Harjoto, M. A., Kim, D., Laksmana, I., Walton, R. C. (2019). Corporate social responsibility and stock split. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 53, p.575–600.
- Jenkins, H. (2006). Small business champions for corporate social responsibility, *Journal of Business Ethics*, 67, pp. 241-256.

- Kaplan, S. N. and Stromberg, P. (2003). Financial Contracting Theory Meets the Real World: An Empirical Analysis of Venture Capital Contracts. *Review of Economic Studies*, Vol. 70, No.2, pp. 281–315.
- Kim, M., Surroca, J., & Tribó, J. A. (2014). Impact of ethical behavior on syndicated loan rates. *Journal of Banking & Finance*, 38, p. 122–144.
- Kusyk, S.M. and Lozano, J.M. (2007). Corporate responsibility in small and medium-sized enterprises SME social performance: A four-cell typology of key drivers and barriers on social issues and their implications for stakeholder theory, *Corporate Governance*, 7, pp. 502-515.
- Kyle, A. S. (1985). Continuous auctions and insider trading. *Econometrica: Journal of the Econometric Society*, 53(6), 1315-1335.
- Labelle, F. & St-Pierre, J. (2015). La conjugaison des facteurs contextuels, organisationnels et individuels comme déterminant de la sensibilité des PME au sujet du développement durable. *Revue internationale P.M.E.*, 28(1), 157–189. <https://doi.org/10.7202/1030483ar>.
- Murillo, D. and Lozano, J.M. (2006). SMEs and CSR: An approach to CSR in their own words, *Journal of Business Ethics*, 67, pp. 227-240.
- Oikonomou, I., Brooks, C. and Pavelin, S. (2014). The effects of corporate social performance on the cost of corporate debt and credit ratings. *Financial Review*, Vol. 49, pp. 49-75.
- Pfau, M., Haigh, M.M., Sims, J. and Wigley, S. (2008). “The influence of corporate social responsibility campaigns on public opinion”, *Corporate Reputation Review*, Vol. 11 No. 2, pp. 145-154.
- Reverte, C. (2012). The impact of better corporate social responsibility disclosure on the cost of equity capital. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 19, p.253–272.
- Séverin, E. (2012). Les déterminants de la maturité de la dette : le cas français. *La Revue des Sciences de Gestion*, 2012/6 (N° 258), p.11–24.
- Spence, L.J. (2007). CSR and small business in a European policy context: The five “C”s of CSR and small business research agenda 2007, *Business and Society Review*, 112, pp. 533-552.
- Tangngisalu, J., Mappamiring, M., Andayani, W., Yusuf, M., Putra, A. H. P. K. (2020). *Journal of Asian Finance, Economics and Business*, Vol 7, N°10, p.171–182.
- Vanhamme, J., & Grobbs, B. (2009). “Too Good to be True!”. The Effectiveness of CSR History in Countering Negative Publicity. *Journal of Business Ethics*, 85, p.273–283.

Westman, L., Luederitz, C., Kundurpi, A., Mercado, A. J., Weber, O., Burch, S. L. (2019). Conceptualizing Businesses as Social Actors: A Framework for Understanding Sustainability Actions in Small-and Medium-Sized Enterprises. *Business Strategy and the Environment*, 28 (2), p.388–402.

Zhang, L., Shan, Y. G., & Chang, M. (2021). Can CSR Disclosure Protect Firm Reputation During Financial Restatements? *Journal of Business Ethics*, 173, p.157–184.