



CAHIERS DE RECHERCHE DU CREGO

*Axe FARGO*

**Effet des changements de dirigeant sur la  
performance RSE des entreprises cotées.  
Le cas français (1999-2011)**

-

***Whether CEOs' turnover influences CSP of listed  
French firms in the stock exchange***

Yohan Bernard

Maître de Conférences, Université de Franche-Comté

[yohan.bernard@univ-fcomte.fr](mailto:yohan.bernard@univ-fcomte.fr)

Laurence Godard

Maître de Conférences, Université de Franche-Comté

[laurence.godard@univ-fcomte.fr](mailto:laurence.godard@univ-fcomte.fr)

Mohamed Zouaoui

Maître de Conférences, Université de Bourgogne

[Mohamed.zouaoui@u-bourgogne.fr](mailto:Mohamed.zouaoui@u-bourgogne.fr)

- Date de publication : janvier 2015
- N° du cahier : 1150105
- Classification JEL :

# Effet des changements de dirigeant sur la performance

## RSE des entreprises cotées. Le cas français (1999-2011)<sup>1</sup>

Yohan Bernard, Laurence Godard, Mohamed Zouaoui

- Résumé :

Alors que les études portant sur le lien entre mécanismes de gouvernance et performance RSE ont été menées dans le contexte d'économies émergentes, avec une législation environnementale assez récente. Cette étude est menée en France, pays développé où la législation en matière de reporting sur le développement durable est prégnante. La France est en avance car elle est le premier pays d'Europe à avoir créé une législation en termes de reporting sur le développement durable. La loi de 2001 sur les nouvelles régulations économiques (renforcée en 2010 par la loi dite « Grenelle II ») impose aux entreprises cotées de publier leurs données sociales et environnementales en même temps que leurs données financières.

Nous étudions de manière empirique l'effet du changement de dirigeant sur la performance RSE, en distinguant l'origine du successeur, interne ou externe. De plus nous introduisons l'impact de l'adhésion de l'entreprise au GRI. Les cadres théoriques mobilisés sont la théorie de l'agence et la théorie des échelons supérieurs. En utilisant une analyse en données de panel pour 88 entreprises françaises cotées sur une période de 13 ans, soit au final, 684 observations (firme-année), les résultats montrent que le changement de dirigeant a un effet positif et significatif sur la performance RSE, 5 ans après le changement. Cet effet positif est plus fort lorsque le nouveau dirigeant est recruté en dehors de l'entreprise. Enfin l'adhésion de l'entreprise au GRI exerce un effet positif sur la performance RSE des entreprises françaises, mais elle en réduit l'impact positif du changement de dirigeant. Ces résultats sont obtenus après avoir contrôlé des déterminants de la CSP déjà validés dans la littérature (ROA, size, FCF...).

L'implications pratique de notre recherche est double: d'un point de vue managérial, les actionnaires devraient nommer des dirigeants externes s'ils souhaitent réorienter la politique RSE de leur entreprise et obtenir, à terme, une meilleure performance RSE; d'un point de vue théorique, il semble particulièrement pertinent de rapprocher les mécanismes de gouvernance de la performance RSE des entreprises.

- Mots-clés : performance, RSE, changement de dirigeant, GRI

---

<sup>1</sup> Les auteurs remercient le cabinet Vigéo pour l'accès à leur base de données concernant les notations extra-financières des entreprises de leur échantillon.

# Whether CEOs' turnover influences CSP of listed French firms in the stock exchange

- Abstract :

We have empirically examined the relationship between top executives' turnover and corporate sustainability performance (CSP) by identifying the influence of two important types of chairman's succession (internal or external promotion). Moreover, our model integrates the impact of company's accession to GRI. The agency theory and the upper echelon theory frameworks are adopted to understand the extent to which corporate governance characteristics influence CSP.

Using an analysis of panel data for a sample of 88 French firms during the sample periods 1999 to 2011, results indicate that CEO turnover and GRI influence CSP 5 years after, including control variables (ROA, FCF...).

- Keywords : corporate social performance, turnover, top executive, GRI

## INTRODUCTION

Les changements de dirigeants au sein des grandes entreprises sont fréquents dans la vie de l'organisation. Par exemple, l'étude récemment réalisée par le cabinet *Strategy&*<sup>2</sup> nous apprend que, en 2013, 14% des CEO ont été remplacés au sein des 2500 plus grandes entreprises du monde. Un chiffre comparable à celui de l'étude de Lucier et al. (2006) qui montrait que le taux de changement des dirigeants au sein de ces mêmes entreprises était passé de 9% à 15% entre 1995 et 2005. Sur cette période, la durée moyenne du mandat d'un dirigeant avait diminué de 9 à 6,6 années. D'un point de vue théorique, les changements de dirigeant sont un mécanisme de gouvernance à la disposition des actionnaires de l'entreprise. Ils l'utilisent notamment lorsqu'ils ne sont pas satisfaits des performances financières de l'entreprise (Coughlan et Schmidt, 1985; Gilson, 1989; Morck, Shleifer et Vishny, 1989; Jensen et Murphy, 1990). Lorsque les actionnaires nomment un nouveau dirigeant, ils attendent donc que celui-ci conduise l'entreprise vers une meilleure performance financière.

Plusieurs études montrent par ailleurs que la performance financière peut être corrélée avec la performance RSE [*corporate sustainability performance, CSP*] (Artiach et al. 2010). Ce lien peut s'expliquer de plusieurs manières : les bénéfices financiers provenant d'un investissement dans la RSE sont supérieurs aux coûts (McGuire et al., 1988), l'investissement dans la RSE permet de générer des bénéfices financiers positifs issus d'une meilleure gestion des parties prenantes, les firmes qui investissent dans la RSE disposent de plus de ressources (Waddock et Graves, 1997), etc. Quoiqu'il en soit, s'il existe bien un lien entre performance financière et performance RSE, on peut dès lors s'interroger : le changement de dirigeant impacterait-il également positivement la performance RSE de l'entreprise ? Plusieurs travaux soulignent en effet l'impact positif de certains mécanismes de gouvernance sur la performance RSE (Johnson et Greening, 1999 ; Khan et al., 2013).

Cette recherche propose, et teste, l'hypothèse selon laquelle les changements de dirigeants à la tête des entreprises cotées impactent positivement la performance RSE des entreprises. Avec Aguinis et Glavas (2012), nous retenons la définition suivante de la RSE : "*context-specific organizational actions and policies that take into account stakeholders' expectations and the triple bottom line of economic, social, and environmental performance.*" La performance des politiques et des actions mises en place par les entreprises en matière de RSE donnent lieu à des opérationnalisations diverses dans la littérature. Pour certains, la performance RSE de

---

<sup>2</sup> The 2013 Chief Executive Study, Strategy& (formerly Booz & Company)  
([http://www.strategyand.pwc.com/media/file/Strategyand\\_The-2013-Chief-Executive-Study.pdf](http://www.strategyand.pwc.com/media/file/Strategyand_The-2013-Chief-Executive-Study.pdf))

l'entreprise peut être évaluée en analysant les informations que l'entreprise communique au sujet de ses efforts en matière de RSE (e.g. Khan et al., 2013 ; Meng et al., 2013), l'idée sous-jacente étant que plus une entreprise communique sur le sujet, plus forts sont ses efforts en la matière ; inversement, si l'entreprise fait peu d'efforts ou a des choses à se reprocher en matière de RSE, elle évitera d'aborder longuement le sujet dans ses communications. Pour d'autres, la présence de l'entreprise dans des fonds éthiques ou à forte performance durable (tels que le Dow Jones Sustainability World Index) est un indicateur d'une meilleure performance RSE (e.g. Artiach et al., 2010 ; Martin et al., 2010 ; Lourenço et Branco, 2013). D'autres travaux fondent la performance RSE sur une évaluation produite par un cabinet extérieur, comme par exemple le cabinet KLD (e.g. Johnson et Greening, 1999 ; Harjoto et Jo, 2011). Nous nous situons dans cette dernière approche puisque, dans notre étude empirique, la variable explicative est fondée sur la note attribuée chaque année à un échantillon de 88 entreprises par Vigéo, un cabinet français de notation extra financière spécialisé dans l'évaluation de la performance RSE des entreprises. Cette évaluation multicritère prend en compte les différentes facettes de la RSE, et pas uniquement l'aspect environnemental.

La littérature relative aux changements de dirigeant nous apprend que les effets du changement sont variables en fonction de l'origine interne ou externe du nouveau dirigeant. Du point de vue des actionnaires, les promotions internes sont associées à un engagement dans le statu quo alors que le recrutement externe s'apparente à une volonté de changement (Boeker, 1997, Boeker et Goodstein, 1995, Brady et Helmich, 1984). Bonnier et Bruner (1989) avancent que la nomination de dirigeants externes présente ainsi une plus grande probabilité de conduire à des changements au niveau des objectifs, de la stratégie d'investissement, et de l'organisation interne. C'est pourquoi nous pensons que les effets positifs du changement de dirigeant sur la performance RSE seront plus forts si le nouveau dirigeant est choisi à l'extérieur de l'entreprise.

Toutefois, la question de l'impact réel des dirigeants sur la stratégie de l'entreprise et les résultats obtenus par celle-ci est largement discutée dans la littérature. Deux points de vue s'opposent : le courant stratégique (Andrews, 1971; Child, 1972) postule un impact fort alors que les théories néo-institutionnelle et écologiste (Hannan et Freeman, 1977; DiMaggio et Powell, 1983) postulent l'absence d'une réelle influence. Hambrick et Finkelstein (1987) proposent de réconcilier les deux approches et expliquent que l'influence des dirigeants est forte lorsque leur discrétion managériale est grande (forte latitude d'action), et faible lorsque cette discrétion est faible. Or cette discrétion managériale est notamment déterminée par certaines contraintes normatives. Dans cette recherche, nous avons retenu un type particulier de contrainte normative : l'adhésion de l'entreprise à un référentiel GRI (*Global Reporting Initiative*, cf. infra). Les dirigeants des entreprises adhérentes au GRI voient leur discrétion managériale réduite car ils doivent se plier au référentiel en

question. Par conséquent, dans ces entreprises, le changement de dirigeant risque d'exercer un effet positif plus faible sur la performance RSE (par rapport aux entreprises non adhérentes).

La Global Reporting Initiative (GRI, [www.globalreporting.org](http://www.globalreporting.org)), fondée en 1997, est aujourd'hui le principal espace mondial de dialogue pour les parties prenantes du reporting en matière de développement durable. Son objectif est que le reporting en matière de développement durable devienne à la fois comparable entre organisations et aussi commun qu'en matière financière. La GRI propose ainsi plusieurs référentiels (G1, G2, G3.1, etc.) correspondant à des règles spécifiques de reporting en matière de RSE. Près de 80 % des 500 plus grandes entreprises mondiales produisent maintenant des rapports basés sur le cadre proposé par la GRI. D'ailleurs, le Programme des Nations Unies pour l'Environnement (PNUE) a adopté la GRI et invité les Etats membres des Nations Unies à l'accueillir. Adhérer au GRI contraint l'entreprise à rendre publiques de nombreuses informations liées à la RSE (e.g. *total number of incidents of discrimination and corrective actions taken, total direct and indirect greenhouse gas emissions by weight*), et l'incite donc à une plus grande responsabilité dans ses choix industriels.

Dans ce domaine, la France est en avance car elle est le premier pays d'Europe à avoir créé une législation en termes de reporting sur le développement durable. La loi de 2001 sur les nouvelles régulations économiques (renforcée en 2010 par la loi dite « Grenelle II ») impose aux entreprises cotées de publier leurs données sociales et environnementales en même temps que leurs données financières. Certaines choisissent de satisfaire cette obligation en implémentant un référentiel proposé par la GRI. La France représente donc un cas d'étude privilégié pour tester nos hypothèses relatives à l'impact des changements de dirigeants (internes ou externes) sur la performance RSE, tout en prenant en compte l'effet éventuellement modérateur de l'adhésion de l'entreprise au GRI. C'est pourquoi notre étude empirique cherche à expliquer la performance RSE de 88 entreprises cotées à la bourse de Paris sur une période de 13 ans (de 1999 à 2011) en la rapprochant des changements de dirigeants (internes / externes) survenus sur cette même période, tout en considérant l'adhésion (ou l'absence d'adhésion) de l'entreprise au GRI comme une variable modératrice.

Nos résultats suggèrent que les changements de dirigeants exercent un effet positif sur la performance RSE de l'entreprise, mais après un délai de 5 ans. Cet effet est d'autant plus fort que le nouveau dirigeant a été recruté à l'extérieur à l'entreprise. Ces résultats sont cohérents avec notre cadre conceptuel inspiré de la théorie de l'agence (Jensen et Meckling, 1976). L'étude empirique montre également que l'effet du

changement de dirigeant est moins fort (mais toujours positif) lorsque l'entreprise adhère au GRI, ce qui était attendu puisque l'adhésion au GRI réduit la discrétion managériale du dirigeant, et donc les effets de ses choix sur la stratégie de l'entreprise. Globalement, ces résultats soulignent que le changement de dirigeant est un mécanisme de gouvernance à part entière à la disposition des actionnaires de l'entreprise. Ceux-ci devraient privilégier le recrutement de nouveaux dirigeants externes s'ils souhaitent favoriser l'excellence de leur entreprise en termes de RSE, mais sans oublier que les effets positifs sur la performance RSE prennent du temps (5 ans).

La présente recherche présente donc plusieurs avancées. A notre connaissance, à l'exception de Harjoto et Jo (2011), c'est une des rares études à avoir étudié conjointement un mécanisme de gouvernance (le changement de dirigeant) et la performance RSE dans le contexte d'une économie avancée (et non dans une économie émergente comme Khan et al., 2013 ou Meng et al., 2013). En effet, jusqu'à récemment, la littérature a plutôt recherché les causes de la performance RSE des entreprises dans les caractéristiques spécifiques des entreprises, dont leurs caractéristiques financières (Martin et al., 2010 ; Lourenço et Branco, 2013). De plus, l'opérationnalisation de la performance RSE a été améliorée car, d'une part, elle repose sur une évaluation multicritère et non pas seulement sur un ou quelques aspects de la RSE et, d'autre part, elle a été réalisée par un cabinet indépendant. D'un point de vue méthodologique, nos résultats sont robustes car de nombreuses variables traditionnellement explicatives de la performance ont été contrôlées (ROE, taille, endettement, etc.) En outre, nos données de panels couvrent une vaste période (13 ans) ce qui permet de mettre en évidence des effets à long terme (les changements de dirigeants exercent un effet au bout de 5 années) qui n'auraient pas pu être décelés sur une période plus courte.

La suite de l'article s'articule autour de quatre parties. La première est consacrée à une revue de la littérature explicitant notre cadre conceptuel et conduisant à la formulation de trois hypothèses principales. La deuxième partie présente la méthodologie de l'étude empirique permettant de tester ces hypothèses. La troisième partie détaille et analyse les résultats qui seront enfin discutés en conclusion.

## 1. REVUE DE LA LITTÉRATURE ET HYPOTHESES

### 1.1. LE CADRE THEORIQUE: LA THEORIE DE L'AGENCE

La théorie de l'agence (Jensen et Meckling, 1976) aborde les relations d'agence dans lesquelles une partie (le principal) délègue un travail à une autre partie (l'agent). Elle s'est tournée vers la résolution des problèmes d'agence. Du fait de la séparation des fonctions de propriété et de décision, le pouvoir des dirigeants est important. En conséquence il y a risque que les managers cherchent à satisfaire leurs propres objectifs au détriment de l'intérêt des propriétaires ainsi que de la collectivité. Cette relation d'agence entraîne des coûts spécifiques dus d'une part à l'opportunisme du fait de l'incertitude, d'autre part à l'imparfaite observabilité des efforts des uns et des autres et enfin à l'asymétrie d'information. Cette situation - très différente de celle de l'entreprise familiale dans laquelle il y a plus souvent confusion des rôles de propriété et de décision - entraîne donc la mise en place de mécanismes de contrôle, le conseil d'administration étant un de ces mécanismes.

Pour exercer son rôle de contrôle, le conseil d'administration dispose d'une part de ce qu'on qualifiera de moyens classiques (demande d'informations, limitation du champ de décision sans l'approbation du conseil...), et d'autre part de moyens spécifiques dont deux apparaissent essentiels. Parmi eux, l'un concerne la personne même du dirigeant dans la mesure où le conseil a pouvoir de le nommer mais aussi de le révoquer (Weisbach, 1988; Fizel, Louie et Mentzer, 1990; Kaplan et Minton, 1994), l'autre concerne le système de rémunération du dirigeant (Fama et Jensen, 1983; Finkelstein et Hambrick, 1989; Murphy, 1985; Coughlan et Schmidt, 1985). Ces deux modes d'action permettent au conseil d'exercer un contrôle « a priori » en façonnant le comportement du dirigeant qui devra s'efforcer de répondre au mieux aux attentes des actionnaires dont le conseil d'administration est l'émanation.

A travers la nomination/révocation et la rémunération, le conseil d'administration évalue la compétence et les efforts des dirigeants. Le P.D.G. est révocable ad nutum, c'est à dire à tout moment. La révocation du dirigeant est un moyen pour le conseil d'administration de signifier son désaccord par rapport à sa gestion. Le désaccord peut porter sur les orientations générales, les choix effectués, cependant, on constate que le principal facteur qui entraîne la révocation du dirigeant -est le niveau de performance de l'entreprise. Les études empiriques concluent majoritairement à une relation négative entre la performance des entreprises et la rotation des dirigeants (Coughlan et Schmidt, 1985; Gilson, 1989; Morck, Shleifer et Vishny, 1989;

Jensen et Murphy, 1990). Ces résultats sont cohérents avec les prédictions de la théorie de l'agence qui considère la révocation comme un élément clé de la résolution des conflits entre actionnaires et dirigeants.

## **1.2. LES CHANGEMENTS DE DIRIGEANTS**

La littérature rassemblée dans la partie précédente permet donc de postuler l'existence d'une relation entre les mécanismes de gouvernance et les résultats de l'entreprise. Dans cette partie nous proposons dans un premier temps d'analyser plus spécifiquement l'impact éventuel des changements de dirigeants sur la performance RSE de l'entreprise. Un nouveau dirigeant présente généralement des caractéristiques personnelles différentes de son prédécesseur ; c'est d'ailleurs une des raisons qui peut justifier le choix des actionnaires pour ce nouveau dirigeant. D'une manière générale, les études empiriques publiées montrent que les changements de dirigeants ont des effets importants sur l'entreprise (pour une synthèse sur ce sujet, voir Karaevli, 2007).

Deux arguments permettent de suggérer l'effet d'un changement de dirigeant sur la performance RSE de l'entreprise. Premièrement, une structure de gouvernance efficace incite les dirigeants à agir dans l'intérêt des actionnaires. Précisons pourquoi la performance RSE va dans le sens de l'intérêt des actionnaires. Nous pouvons rappeler que selon Friedman (1970), la RSE peut être considérée comme un prolongement des efforts des entreprises pour maximiser la richesse des actionnaires tout en se conformant aux règles fondamentales de la société. L'étude de Harjoto et Jo (2011) se situe dans cette perspective puisque ces auteurs examinent, entre autres, si la gouvernance affecte la RSE en testant l'hypothèse de résolution des conflits. Dans ce cadre, une gouvernance efficace oblige les dirigeants à agir dans l'intérêt des actionnaires. Les premiers utilisent la RSE pour résoudre les conflits d'intérêt entre les différentes parties prenantes pour maximiser la richesse des actionnaires. La performance RSE est donc positivement liée à des mécanismes de gouvernance efficaces. En outre, comme le montrent certaines études (Jo et Kim, 2008; Shleifer et Vishny, 1986; Yu, 2008), les investisseurs institutionnels et les analystes sont à l'origine d'un contrôle efficace des activités des entreprises en faveur de la RSE ce qui est un gage d'influence positive sur la valeur de la firme et sa performance et dans le même temps de réduction des conflits d'intérêts. Ainsi, l'engagement de l'entreprise dans la RSE devrait être positivement relié à des mécanismes de gouvernance efficaces. En effet, les variables de gouvernance impactent la performance RSE (Khan, Muttakin, et Siddiqui, 2013; Oh, Chang et Martynov, 2011; Barnea et Rubin, 2010; Harjoto et Jo, 2011). Plusieurs de ces études ont montré notamment que la structure de propriété, la composition du CA ou les comités d'audit sont liés à la RSE. Ainsi différents

types de structure de propriété ont été examinés: la propriété managériale, publique, étrangère, institutionnelle. L'indépendance du CA et sa dualité ont également fait l'objet d'une attention particulière. Ces éléments de gouvernance peuvent avoir des effets sur performance RSE à travers la prise de décision (pouvoir de vote par exemple), leur horizon temporel ou l'existence de conflits d'intérêt.

Deuxièmement, l'effet du changement du dirigeant sur la performance RSE peut se justifier par le lien entre performance RSE et performance financière (Artiach et al. 2010). Ainsi, si le changement de dirigeant affecte favorablement la performance financière, il affecte dans le même temps la performance RSE. Il existe trois courants dominants dans ce domaine. Tout d'abord les chercheurs suggèrent que les bénéfices financiers provenant d'un investissement dans la RSE sont supérieurs aux coûts (McGuire et al., 1998). Ensuite, pour les défenseurs de la théorie des parties prenantes, l'investissement dans la RSE permet de générer des bénéfices financiers positifs issus de la gestion des parties prenantes. Enfin, la théorie des ressources argumente que les firmes qui investissent dans la RSE disposent de plus de ressources (Waddock et Graves, 1997). Cette théorie suggère que seules les entreprises avec des ressources suffisantes ont la capacité d'investir dans la RSE et prévoit que la performance RSE est reliée positivement à la performance financière.

En synthèse, nous formulons donc l'hypothèse H1a.

***H1a : Le changement du dirigeant est relié positivement à la performance RSE de l'entreprise.***

Dans cette étude nous nous focalisons sur un mécanisme de gouvernance particulier: le changement de dirigeant et son impact sur la performance RSE, le changement de dirigeant étant un des moyens de contrôle à la disposition du conseil d'administration (cf. 1.1). Le changement de dirigeant apparaît très fréquemment pour sanctionner les mauvais résultats passés, il vise donc à avoir un effet positif sur la performance financière et la performance RSE au final.

De manière spécifique, les changements de dirigeants peuvent avoir des incidences en termes de RSE. Les études sur la question se sont penchées sur un seul aspect de la RSE, l'aspect environnemental. A notre connaissance deux études seulement se sont intéressées à l'impact des changements de dirigeants sur la responsabilité environnementale des entreprises dont une étude empirique. D'une part, Zutshi et Sohal (2004) ont montré que les changements de dirigeants, résultant de différentes causes, peuvent entraîner des

influences compliquées sur la responsabilité environnementale des entreprises. D'autre part, l'étude empirique de Meng, Zeng, Tam et Xu (2013) examine l'influence des changements de dirigeant<sup>3</sup> sur la responsabilité environnementale des entreprises. Cette étude porte sur 782 entreprises chinoises cotées entre 2006 et 2008. Les résultats mettent en évidence que l'influence sur la responsabilité environnementale des entreprises dépend du type de changement. Quatre motifs conduisant au changement de dirigeant sont pris en compte.<sup>4</sup> Les résultats sont significatifs pour trois relations. Ainsi, le départ du Président du conseil d'administration, afin de séparer sa fonction de celle de DG, exerce un effet positif sur la divulgation d'informations environnementales. Ensuite, les révocations et les problèmes de santé exercent un effet négatif sur la divulgation d'informations environnementales. De même, la démission du Président du conseil d'administration exerce un faible effet négatif sur la divulgation d'informations environnementales. Ces résultats montrent l'intérêt de considérer les changements de dirigeants, mais présentent l'inconvénient d'introduire uniquement l'aspect environnemental, suscitent la question d'aborder la RSE dans sa globalité, et nécessitent d'être confrontés à un contexte institutionnel différent (étude menée dans un pays émergent).

### 1.3. L'ORIGINE DU DIRIGEANT, INTERNE OU EXTERNE

Les caractéristiques du successeur sont importantes pour évaluer l'impact du changement de dirigeant (Ansari et al. 2014). Très fréquemment, l'origine du successeur (interne ou externe), a été étudiée dans la littérature. Généralement les recherches concluent que l'origine du dirigeant a des effets en termes de maintien ou de changement de stratégie. La stabilité du pouvoir peut être source de rendements anormaux plus élevés après le changement (Ting, 2013). Wiersema et Bantel (1992) observent que la durée de fonction est négativement corrélée au changement stratégique<sup>5</sup> alors que Miller (1991) conclut que les dirigeants avec une durée de fonction élevée ont moins de chance – comparés à leurs contreparties ayant une durée de fonction moins élevée – d'être à la tête d'une entreprise dont la stratégie et la structure s'alignent sur leurs environnements.

---

<sup>3</sup> Le dirigeant correspond au PCA (Président du Conseil d'Administration), qui revêt un rôle plus important que le DG, en Chine.

<sup>4</sup> Les changements de contrôle (par exemple : changements d'actionnaires, fusions-acquisitions, OPA) et de gouvernance au CA (séparation ou non de la fonction de PCA et de DG); les changements involontaires et négatifs (par exemple : problèmes de santé, difficultés financières, révocation, batailles juridiques); les changements involontaires et normaux (par exemple : départ en retraite, fin du contrat); les changements volontaires (par exemple : raisons personnelles, démission).

<sup>5</sup> Les conclusions de Ocasio (1994) vont dans le même sens.

Le choix d'un dirigeant interne/externe a un impact direct sur le problème de sélection adverse puisque les possibilités de découvrir les caractéristiques du successeur en termes de capacités dépendent de l'information détenue. Les caractéristiques des dirigeants internes devraient être mieux connues que celles des successeurs externes et le principal (le CA) est plus armé pour évaluer les capacités d'un successeur interne. Cependant, l'asymétrie d'information ne conduit pas nécessairement à une préférence pour les candidats internes. Si le résultat désiré est une continuation de la stratégie actuelle, le CA peut préférer un dirigeant interne étant donné son comportement au sein de l'organisation. D'un autre côté si le résultat désiré est un changement significatif dans la stratégie, les candidats internes peuvent ne pas avoir l'opportunité de fournir la preuve de leurs capacités à effectuer un tel changement.

Généralement les recherches concluent que la nomination d'un dirigeant interne représente une stratégie de maintien. Un changement d'origine interne est supposé conduire à un certain nombre de résultats positifs, qui incluent des coûts réduits associés à la socialisation, au turnover et aux erreurs de choix (Zajac, 1990) et une capacité accrue à attirer et retenir les employés (Friedman, 1991). Furtado et Rozeff (1987), associent plusieurs avantages aux promotions internes : elles sont moins perturbatrices, elles sont stimulantes pour les membres de l'équipe managériale, elles sont moins susceptibles de signaler une information négative, elles s'appuient sur une meilleure connaissance des dirigeants internes (risque moins élevé de mauvaise nomination) et enfin elles allient un capital humain spécifique à la firme.

Les arguments dans la littérature empirique associent les promotions internes à un engagement dans le statu quo et les dirigeants d'origine externe à une volonté de changement (Boeker, 1997, Boeker et Goodstein, 1995, Brady et Helmich, 1984). Les dirigeants d'origine externe sont supposés avoir des perspectives plus larges et sont associés au changement. La nomination d'un dirigeant externe accentue les bénéfices d'une rupture avec les anciennes politiques de la firme. De leur côté, Bonnier et Bruner (1989) avancent que la nomination de dirigeants externes présente une plus grande probabilité de conduire à des changements des objectifs, de la stratégie d'investissement, et de l'organisation interne. Cette hypothèse peut être particulièrement pertinente pour les firmes en difficulté: argument "coup de balai" (Reinganum, 1985). L'étude empirique de Meng, Zeng, Tam et Xu (2013) prend en compte l'influence des caractéristiques du successeur : interne ou externe, ainsi que son indépendance, sur la responsabilité environnementale des entreprises.

***H1b : L'effet du changement de dirigeant sur la performance RSE est plus fort lorsque ce changement est d'origine externe plutôt qu'interne.***

#### **1.4. LES CONTRAINTES NORMATIVES**

Mais le dirigeant a-t-il vraiment un impact sur les orientations prises par l'entreprise ? Deux approches théoriques s'opposent sur la réponse à donner à cette question : existence d'une réelle influence, hypothèse qui est soutenue par le courant stratégique, ou absence d'influence, hypothèse privilégiée par les théories néo-institutionnelle et écologiste notamment<sup>6</sup>. Les deux points de vue peuvent être réconciliés en mobilisant la théorie de l'échelon supérieur, et en particulier son concept de discrétion managériale (Hambrick et Finkelstein, 1987). En effet, si la discrétion est importante, le dirigeant influence sensiblement les choix stratégiques des entreprises (l'hypothèse du courant stratégique est vérifiée), inversement, si la discrétion est faible, le dirigeant influence peu ces mêmes choix stratégiques (la théorie néo-institutionnelle prend alors le pas sur le courant stratégique).

Hambrick et Finkelstein (1987) définissent la discrétion managériale comme une latitude d'action, concept central pour faire le lien entre les deux visions de l'influence des dirigeants sur les organisations. Ainsi, cette influence peut s'étaler sur un continuum allant de la nullité à l'omniprésence, en fonction de la discrétion dont disposent les dirigeants.

La discrétion dépend des contraintes qui pèsent sur le dirigeant. Ainsi, Hambrick et Finkelstein (1987) identifient trois facteurs déterminant le degré de discrétion managériale. Selon eux, la latitude d'action d'un dirigeant dépend du degré de variété et de changement autorisé par l'environnement, du contexte organisationnel qui rend possible ou non un éventail d'actions et qui autorise le dirigeant à formuler et

---

<sup>6</sup> Pour les écologistes, les organisations souffrent d'inertie et l'élément clé pour expliquer leur survie est la sélection environnementale plutôt que leur adaptation (Hannan et Freeman, 1977 ; Aldrich, 1979). De même, si l'on se réfère à la théorie néo-institutionnelle, les dirigeants sont sensés avoir peu d'effet sur les résultats des organisations qui sont contraintes par une horde de conventions et de normes et font donc preuve d'une très grande inertie (DiMaggio et Powell, 1983).

exécuter ces actions<sup>7</sup>, et enfin elle dépend de la capacité du dirigeant à personnellement envisager ou créer de multiples voies d'actions<sup>8</sup>.

La discrétion managériale renforce ou limite l'impact du dirigeant sur les choix stratégiques. Si elle est forte, le dirigeant détient une plus grande capacité d'influencer les choix de son entreprise. Cet effet modérateur a été validé dans le cas de la politique RSE de l'entreprise, puisque Chin et al. (2013) montrent que le pouvoir relatif du CEO (qui relève de la discrétion managériale) vient modérer l'influence de certaines valeurs du dirigeant (libéralisme vs conservatisme) sur la politique RSE mise en place dans son entreprise.

Parmi les facteurs environnementaux qui peuvent entraver ou favoriser la discrétion managériale, nous pouvons citer notamment des caractéristiques telles que la différenciation des produits, la croissance du marché, la structure concurrentielle du secteur, l'instabilité de la demande, les contraintes légales, l'existence de forces externes puissantes. Dans le cadre de l'approche néo-institutionnelle proposée par DiMaggio et Powell (1983), les entreprises répondent aux pressions en adhérant à des pratiques généralement reconnues de manière à paraître légitimes face aux différentes parties prenantes. Ainsi, des forces historiques, culturelles, environnementales, internes ou externes à l'entreprise, modèlent leur façon d'exercer leurs activités, dont le corollaire est l'apparition de structures identiques ou de pratiques identiques au cours du temps, les influences institutionnelles devenant visibles puisqu'elles se diffusent dans les organisations à travers l'isomorphisme (DiMaggio et Powell, 1983, p.147).

En matière de RSE, la réponse des entreprises aux pressions peut se traduire par l'expression d'une sensibilité au processus normatif. Le processus normatif explique la propagation des pratiques au sein des entreprises par la professionnalisation des métiers. La mise en place de formations au sein du système éducatif mais également les réseaux et les liens créés dans le cadre d'associations professionnelles favorisent le développement d'un schéma de pensée formaté (codes de bonne conduite, norme SD Afnor, GRI). La RSE

---

<sup>7</sup> Parmi ces facteurs figurent ce que les auteurs appellent les forces d'inertie, qui sont des facteurs qui créent une inertie et peuvent réduire la discrétion managériale (la taille de l'entreprise, son âge, la culture), la disponibilité de ressources et les conditions politiques internes (structure de propriété, conseil d'administration).

<sup>8</sup> Les caractéristiques managériales évoquées par Finkelstein et Hambrick (1987) font référence par exemple au niveau d'aspiration, à l'engagement, à la tolérance à l'ambiguïté, à la complexité cognitive, à la perspicacité politique, à la base du pouvoir (pouvoir du dirigeant, propriété, durée de fonction, cooptation du CA...).

et le développement durable ont également intégré progressivement les cursus d'enseignement. Des réseaux internationaux d'entreprises se sont constitués.

La professionnalisation dans le domaine de la RSE et du développement durable avec notamment la création d'espaces communs de réflexion portés par des structures comme la GRI (Global Reporting Initiative), ou encore l'ORSE<sup>9</sup> renforce l'influence des procédures. La sensibilité des entreprises à ces procédures, via l'adhésion à la GRI, devrait influencer sur la discrétion managériale et tempérer l'influence du changement de dirigeant sur la performance RSE de l'entreprise, ce qui nous conduit à formuler l'hypothèse H2.

***H2 : L'adhésion de l'entreprise à la GRI réduit l'effet du changement de dirigeant sur la performance RSE, quelle que soit son origine.***

## **2. METHODOLOGIE DE L'ETUDE EMPRIQUE**

### **2.1. Présentation de l'échantillon**

Pour tester nos hypothèses, nous avons retenu comme échantillon 88 entreprises françaises cotées représentant tous les secteurs à l'exception des services financiers. Les institutions financières ont été exclues de notre échantillon puisque leurs caractéristiques financières et leur structure de bilan sont différentes de celles des entreprises non financières. Les entreprises retenues sont celles pour lesquelles nous disposons d'une évaluation de leur performance RSE (cf. partie suivante) ainsi que de divers indicateurs financiers et économiques qui forment nos variables de contrôle (cf. tableau 2). Les données comptables et financières ont été collectées respectivement dans les bases de données "Worldscope" et "Datastream" qui sont elles-mêmes fournies par la base "Thomson One Reuters". La période couverte maximale va de 1999 à 2011, mais toutes les entreprises retenues n'ont pas été systématiquement évaluées sur cette période. Au final, on dispose de 684 observations (firme-année).

---

<sup>9</sup> L'ORSE est une association qui regroupe des entreprises, des organismes professionnels, des ONG et des sociétés de gestion de portefeuille. C'est une structure de veille permanente sur les questions qui touchent à la responsabilité sociale et environnementale des entreprises, au développement durable et aux placements éthiques.

**Tableau 1: Répartition de l'échantillon par secteur d'activité**

Ce tableau présente la répartition sectorielle de notre échantillon. La classification sectorielle est basée sur le GICS (Global Industry Classification Standard). N représente le nombre d'entreprises dans chaque secteur d'activité et Total % représente le pourcentage d'entreprises appartenant à chaque secteur d'activité.

Code	Secteur	N	Total %
1010	Energie	5	5,68%
1510	Médias	5	5,68%
2010	Biens d'équipement	13	14,72%
2030	Télécommunications	5	5,68%
2510	Automobiles et composants automobiles	4	4,54%
2520	Biens de consommation durables et habillement	4	4,54%
2530	Services à la clientèle	4	4,54%
2540	Médias	12	13,36%
3010	Distribution alimentaire et pharmacie	3	3,40%
3020	Produits alimentaires, boisson et tabac	4	4,54%
3030	Produits Domestiques et de Soins Personnel	2	2,27%
3510	Équipements et services de santé	2	2,27%
3520	Sciences pharmaceutiques, biotechnologiques et	1	1,13%
4510	biologiques Logiciels et services	10	11,36%
4520	Matériel et équipement informatique	5	5,68%
4530	Semi-conducteurs et équipement pour leur fabrication	1	1,13%
5010	Matériel et équipement informatique	4	4,54%
5510	Services aux collectivités	4	4,54%

## 2.2. LES VARIABLES DE L'ETUDE

La mesure de la variable dépendante est fondée sur l'évaluation de la performance RSE fournie par le cabinet de notation extra-financière Vigéo. Ce cabinet, fondé en 2002, est le leader européen expert en matière d'évaluation des entreprises et des organisations en ce qui concerne leurs pratiques et performances en matière d'environnement, sociale et de gouvernance ("ESG") issues. Vigéo note chaque entreprise sur 6 dimensions : human resources, business behaviour, corporate governance, human rights, environment, community involvement. Pour plus de précisions, voir l'annexe qui présente la méthodologie de Vigéo. Notre variable dépendante est la moyenne de 5 dimensions (la dimension human rights a été exclue car elle comportait trop de valeurs manquantes) qui peut varier entre 0 et 100. Dans l'échantillon, la note la plus basse est 8,8, la plus haute est 74 (cf. tableau 2).

Notre principale variable explicative est le changement de dirigeant. Elle a été codée 1 les années où l'entreprise a connu un changement de dirigeant, 0 sinon. Afin d'intégrer la nature du changement de

dirigeant (interne vs. externe) une autre variable a été introduite : elle a été codée 1 en cas de changement externe, 0 sinon. Ces deux variables ont été collectées en étudiant les rapports d'activité annuels des entreprises de l'échantillon sur la période 1999-2011.

**Tableau 2: Statistiques descriptives des variables utilisées dans l'étude**

Ce tableau présente les statistiques descriptives de base des principales variables utilisées dans l'étude sur la période 1999-2011. RSE représente l'évaluation de la performance RSE de l'entreprise fournie par le cabinet de notation extra-financière Vigéo. DIR est une variable muette qui prend la valeur de 1 dans les années où l'entreprise a connu un changement de dirigeant, et 0 ailleurs. Taille représente la taille de l'entreprise mesurée par le logarithme du total de l'actif. ROA est le ratio de rentabilité des actifs mesuré par le rapport entre le résultat avant impôts, taxes et intérêts et le total actif. LEV représente l'endettement de l'entreprise mesuré par le total des dettes divisé par le total des actifs. FCF représente le ratio entre les free cash flow et le total des ventes. MTB est le ratio Market-to-book mesuré par le rapport entre la valeur boursière et la valeur comptable des fonds propres.

Variables	Moyenne	Médiane	Ecart type	Min	Max
RSE	44,796	47,000	12,384	8,800	74,000
DIR	0,124	0,000	0,330	0,000	1,000
TAILLE	8,641	8,640	1,616	3,244	12,270
ROA	0,058	0,049	0,076	-0,526	0,448
LEV	0,247	0,230	0,154	0,000	1,243
FCF	0,023	0,021	0,290	-0,830	8,608
MTB	2,860	1,898	4,217	0,189	7,652

Nous nous sommes également intéressés à l'impact éventuellement modérateur de l'adhésion de l'entreprise au GRI dans le modèle relation principale (H1) au travers de notre 2<sup>ème</sup> hypothèse. Nous avons donc créé une variable muette (GRI) qui prend la valeur 1 si l'entreprise adhère à un GRI et 0 sinon.

La littérature souligne que certaines caractéristiques spécifiques à l'entreprise agissent comme des déterminants significatifs de la performance RSE (taille de l'entreprise, endettement, etc.) et peuvent donc expliquer des variations dans le niveau de cette performance (Roberts 1992; Artiach et al; Purushothaman et al, 2010; Lourenço et Branco, 2013). Il convient donc de les contrôler afin d'isoler l'influence du changement de dirigeant sur la performance RSE. Ces variables ont notamment été utilisées dans l'étude de Artiach et al. (2010) et dans celle de Lourenço et Branco (2013) dans un contexte brésilien. Elles sont au nombre de cinq. Il s'agit de la taille de l'entreprise, de l'endettement, de sa capacité financière (FCF et rentabilité) et des

opportunités de croissance. Nous les avons retenues dans cette étude et mesurées de la même manière que Artiach et al. (2010).

- La taille de l'entreprise : les arguments avancés reposent sur des éléments tels que une plus grande visibilité et donc une plus grande pression, réponse plus appuyée aux demandes des parties prenantes ; la taille est également favorable aux économies d'échelle. La taille de l'entreprise est supposée être reliée positivement à la performance RSE. La taille de l'entreprise est mesurée par le logarithme de l'actif total.
- L'endettement : son effet s'explique par le pouvoir sur les ressources requises par l'entreprise. L'endettement incite l'entreprise à privilégier les créanciers, qui sont généralement plus puissants que les autres parties prenantes. L'endettement de l'entreprise est supposée être reliée négativement à la performance RSE. L'endettement de l'entreprise est mesuré par le total des dettes divisé par le total des actifs
- La capacité financière : en cas de rareté des ressources, les dirigeants doivent prioriser entre les besoins des différentes parties prenantes. En périodes de ressources économiques rares, l'entreprise est contrainte de prioriser les besoins des economic demands au détriment de ceux des social claimants. Ainsi, des *free cash flow* (FCF) élevés indiquent que la firme dispose d'une capacité financière suffisante pour investir dans la RSE sans que cela se fasse au détriment d'autres domaines. De même, la rentabilité de l'entreprise influence sa capacité à entreprendre des programmes en faveur de la RSE. Plus la performance est élevée moins elle subit une pression élevée des investisseurs financiers et plus elle peut satisfaire des attentes sociétales et environnementales. Il existe une relation positive entre la rentabilité de l'entreprise et la performance RSE. Nous avons retenu deux mesures : les free cash flow (FCF) et le ROA.
- Les opportunités de croissance : plus les opportunités de croissance sont nombreuses, plus l'entreprise est capable d'intégrer des principes de RSE dans sa stratégie et plus la performance RSE est élevée. La mesure retenue est le ratio market to book (MTB).

### **2.3. Méthode d'analyse**

Nous cherchons à étudier si le changement du dirigeant influence la performance RSE au delà des firm-specific characteristics. L'effet du changement du dirigeant sur la performance RSE ne peut pas être immédiat. En effet, il faut du temps pour que la politique RSE menée par le nouveau dirigeant produise ses

effets. C'est la raison pour laquelle la variable changement du <sup>10</sup>dirigeant doit être décalée, dans notre modélisation, par rapport à la variable représentant la performance RSE. L'impact des variables explicatives sur la performance RSE des entreprises est évalué selon une modélisation en données de panel. La forme fonctionnelle du modèle multivarié est la suivante :

$$RSE_{i,t} = \alpha_1 + \beta_1 DIR_{i,t-k} + \beta_2 TAILLE_{i,t} + \beta_3 LEV_{i,t} + \beta_4 FCF_{i,t} \\ + \beta_5 ROA_{i,t} + \beta_6 MTB_{i,t} + \sum_{j=1}^{17} \phi_j IND + \varepsilon_{i,t}$$

Où  $RSE_{i,t}$  est la performance RSE de l'entreprise  $i$  à la date  $t$ .  $DIR_{i,t-k}$  représente le changement du dirigeant de l'entreprise  $i$  à la période  $t-k$ .  $TAILLE_{i,t}$  représente la taille de l'entreprise  $i$  à la date  $t$ .  $ROA$  est la rentabilité économique de l'entreprise  $i$  à la date  $t$ .  $LEV$  représente l'endettement de l'entreprise  $i$  à la date  $t$ .  $FCF$  représente le ratio entre les *free cash flow* et le total des ventes de l'entreprise  $i$  à la date  $t$ .  $MTB$  est le ratio Market-to-book de l'entreprise  $i$  à la date  $t$ .  $IND$  sont des variables muettes qui captent les effets de secteur d'activité.  $k$  est l'horizon de prévision retenu. Dans notre cas, nous présentons les résultats pour des horizons de prévision de  $k = 1$  à 5 ans. Notre modèle a un caractère prédictif.

La lecture du tableau 3 fait apparaître une corrélation plus ou moins forte entre la variable RSE et les variables explicatives retenues. Tous les coefficients de corrélation affichent le signe attendu à l'exception du coefficient de corrélation entre RSE et ROA qui affiche un signe négatif inattendu. La plus forte corrélation est enregistrée entre la variable RSE et la taille de l'entreprise (44,7%), ce qui laisse présager que la taille de l'entreprise est le déterminant le plus important de la performance RSE de l'entreprise. La plus faible corrélation est enregistrée entre les variable RSE et LEV.

### Tableau 3 : Matrice de corrélation

---

<sup>10</sup> Nous avons mené des tests empiriques pour évaluer la pertinence de la spécification de notre modèle. Nous avons d'abord procédé au test de Fischer portant sur la nullité de l'ensemble des paramètres. La valeur du  $F$  test permet de rejeter à un seuil de 1% l'hypothèse nulle d'homogénéité des effets individuels. Ainsi, la méthode d'estimation à effet fixe est plus adéquate que la simple méthode d'estimation avec données empilées (*pooled model*). Nous avons également comparé le modèle à effets individuels fixes par rapport au modèle à effets aléatoires par le test d'Hausman. La méthode d'estimation à effet fixe s'est révélée systématiquement préférable à la méthode d'estimation à effet aléatoire. Effet, la réalisation statistique du test d'Hausman implique le rejet à un seuil de 1% de l'hypothèse nulle, ce qui confirme l'existence d'effets fixes.

Ce tableau présente les coefficients de corrélation de Pearson entre la variable RSE et les variables de contrôle pour la période 1999-2011. RSE représente l'évaluation de la performance RSE de l'entreprise fournie par le cabinet de notation extra-financière Vigéo. DIR est une variable muette qui prend la valeur de 1 dans les années où l'entreprise a connu un changement de dirigeant, et 0 ailleurs. Taille représente la taille de l'entreprise mesurée par le logarithme du total de l'actif. ROA est le ratio de rentabilité des actifs mesuré par le rapport entre le résultat avant impôts, taxes et intérêts et le total actif. LEV représente l'endettement de l'entreprise mesuré par le total des dettes divisé par le total des actifs. FCF représente le ratio entre les free cash flow et le total des ventes. MTB est le ratio Market-to-book mesuré par le rapport entre la valeur boursière et la valeur comptable des fonds propres. \*\*\*, \*\*, \* désignent respectivement les degrés de significativité au seuil de 1%, 5%, et 10%;

	RSE	TAILLE	LEV	FCF	ROA	MTB
RSE	1					
TAILLE	0,447***	1				
LEV	-0,189**	0,221	1			
FCF	0,332***	0,014	-0,037	1		
ROA	-0,128**	-0,122*	-0,415***	0,328***	1	
MTB	0,232**	-0,209**	-0,141*	-0,002	0,258**	1

Certaines corrélations entre variables explicatives de notre modèle étant significatives, nous avons procédé à un test de multicolinéarité. Nous avons estimé les modèles par la méthode des moindres carrés ordinaires pour calculer les facteurs de l'inflation de la variance (VIF). Il est généralement considéré qu'un VIF supérieur à 10 signale un problème de multicolinéarité important (Neter et al., 1983). Dans les régressions menées dans notre étude, tous les VIF sont inférieurs à 4 ce qui permet d'écartier tout problème de multicolinéarité.

### 3. LES RESULTATS

Dans un premier temps, nous testons l'effet des changements de dirigeant sur la performance RSE de l'entreprise. Il s'agira notamment d'identifier le délai avec lequel s'exerce cette influence et d'étudier l'impact éventuel de l'origine du nouveau dirigeant (interne ou externe) sur la performance RSE. Par la suite, nous testons l'effet modérateur de l'adhésion de l'entreprise au GRI.

#### 3.1. L'effet du changement de dirigeant

Le tableau 4 présente les résultats de la régression en données de panel avec effets individuels fixes<sup>11</sup>. On observe que le changement de dirigeant a un effet positif et significatif sur la performance RSE de

<sup>11</sup> Nous avons également effectué des régressions en données de panel avec des effets fixes individuels et des effets temporels. Les résultats obtenus sont très comparables à ceux enregistrés par la suite dans le texte. Nous ne rapportons pas ici le détail de ces résultats pour des raisons de brièveté.

l'entreprise, mais seulement au bout de 5 ans. L'effet est significatif au seuil de 1%. Une explication probable est que le nouveau dirigeant met en place une nouvelle politique qui nécessite du temps pour produire ses effets positifs sur la RSE. Un effet trop immédiat aurait été peu crédible voire suspect. Cela correspond à une logique industrielle et sociale, par exemple : formation du personnel, mise en place de démarche d'éco-conception des produits, processus de certification des fournisseurs, etc. Le coefficient de détermination ajusté est d'environ 6% pour cet horizon de prévision. La faiblesse relative du pouvoir explicatif de notre régression peut être expliquée par la nature prédictive de la relation entre le changement du dirigeant et la performance RSE.

**Tableau 4: Résultats de la régression en données de panel avec effets fixes**

Ce tableau présente les résultats de l'estimation de la régression en données de panel avec effets fixes en utilisant comme seule variable explicative le changement de dirigeant. k est l'horizon de prévision retenu. \*\*\*, \*\*, \* désignent respectivement les degrés de significativité au seuil de 1%, 5%, et 10%.

	<b>k=1</b>	<b>k=2</b>	<b>k=3</b>	<b>k=4</b>	<b>k=5</b>
Constante	<b>0,058***</b>	<b>0,041***</b>	<b>0,049***</b>	<b>0,042***</b>	<b>0,429***</b>
t-stat	5,526	4,612	4,715	3,218	6,165
DIR	-0,013	-0,106	0,012	0,023	<b>0,074***</b>
t-stat	-0,916	-0,872	0,657	1,596	2,923
R <sup>2</sup> ajusté	0,025	0,029	0,031	0,039	0,059

Nous retenons donc l'échéance temporelle de 5 ans, pour affiner les résultats et prendre en compte l'influence des variables de contrôle identifiées dans la littérature (Artiach et al. 2010). Nous avons testé trois modèles (cf. tableau 5) : dans le modèle 1, seules les variables de contrôle sont présentes. Le modèle 2 reprend les variables de contrôle et intègre le changement de dirigeant. Dans le modèle 3, on restreint l'échantillon aux observations ayant connu au moins un changement de dirigeant sur la période, et on retient les variables de contrôle ainsi que les changements externes de dirigeants.

**Tableau 5: Résultats de la régression en données de panel avec effets fixes en présence des variables de contrôle**

Ce tableau présente les résultats de l'estimation de la régression en données de panel avec effets fixes. Le modèle 1 intègre uniquement les variables de contrôle alors que le modèle 2 intègre à la fois la variable changement de dirigeant et les variables de contrôle. Le modèle 3 comprend le sous échantillon constitué uniquement par les observations avec changement de dirigeant. Dans le modèle 3, la variable DIR est égale à 1 si changement externe du dirigeant et 0 sinon. k est l'horizon de prévision retenu. \*\*\*, \*\*, \* désignent respectivement les degrés de significativité au seuil de 1%, 5%, et 10%.

	Signe espéré	Modèle 1 - variables de contrôle seules	Modèle 2 - changement de dirigeant + variables de contrôle	Modèle 3 - changement externe de dirigeant + variables de contrôle (Sous échantillon uniquement avec changement de dirigeant)
Constante		0,226 0,902	-0,002 -0,019	-0,124 -0,365
DIR	+/-		<b>0,012***</b> 2,822	<b>0,022**</b> 3,125
TAILLE	+	<b>0,065***</b> 2,659	<b>0,055**</b> 2,437	<b>0,102***</b> 3,215
LEV	-	<b>-0,017**</b> -2.139	-0,009 -0,958	-0,015 -1.458
FCF	+	<b>0,024***</b> 3,685	<b>0,015***</b> 3,342	<b>0,021***</b> 3,425
ROA	+	<b>-0,010*</b> -1,724	-0,009 -1,639	-0,010 -1,631
MTB	+	<b>0,018***</b> 4,027	<b>0,014***</b> 2,825	<b>0,032***</b> 3,412
Fisher		<b>6,414***</b>	<b>10,562***</b>	<b>11,878***</b>
R <sup>2</sup> ajusté		0,000 0,296	0,000 0,351	0,000 0,412

Les résultats du modèle 1 montrent que les variables de contrôle considérées seules sont toutes significatives et expliquent 29,6% de la performance RSE des entreprises. Ces résultats sont conformes à ceux de l'étude de Artiach et al. (2010) à l'exception du ROA que nous trouvons faiblement significatif, alors qu'il n'est pas significatif dans leur étude. Lorsque nous intégrons le changement du dirigeant dans le modèle (modèle 2), on remarque que cette nouvelle variable est hautement significative, et que le modèle voit son pouvoir explicatif progresser jusqu'à 35,1%, soit une amélioration de 5,5 points du R<sup>2</sup> ajusté. Les résultats sont conformes à ceux de l'étude de Artiach et al. (2010) pour 4 des 5 variables de contrôle ; la seule différence provient des free cash flow dont l'effet n'est pas significatif dans leur étude. Par rapport au modèle 1, deux variables de contrôle perdent de leur significativité : l'endettement et la rentabilité économique. Il semble donc que le changement du dirigeant domine ces deux variables financières en matière de prévision de la performance RSE. Au final, la variable représentant le changement du dirigeant fournit un pouvoir prédictif incrémental par rapport à celui des autres variables explicatives habituellement utilisées dans la littérature. Globalement, l'analyse des résultats confirme donc l'impact significatif des changements de dirigeants sur la performance RSE de l'entreprise, au terme d'une période de 5 ans, ce qui permet d'accepter l'hypothèse H1a.

L'intérêt du 3<sup>ème</sup> modèle testé est d'examiner les effets de l'origine externe ou interne du nouveau dirigeant sur la performance RSE de l'entreprise. A cette fin, ce modèle est estimé sur l'échantillon des seules entreprises ayant connu un changement de dirigeant. La variable explicative DIR vaut 1 lorsque le changement de dirigeant est externe et 0 s'il est interne. L'examen des résultats confirme tout d'abord les effets des variables de contrôle : on retrouve les mêmes effets que dans le modèle 2. On observe ensuite que le coefficient de la variable DIR est positif et significatif (au seuil de 5%), ce qui indique qu'un changement de dirigeant externe a un effet davantage positif sur la performance RSE de l'entreprise qu'un changement de dirigeant interne. Pour le dire autrement, le changement de dirigeant exerce un effet positif plus fort sur la performance RSE lorsque le nouveau dirigeant est recruté en dehors de l'entreprise, ce qui est cohérent avec l'hypothèse H1b. On notera enfin que le modèle 3 a un pouvoir explicatif élevé ( $R^2$  ajusté = 41,2%).

Ce résultat (effet plus fort d'un changement externe) contredit les conclusions de Meng et al. (2013) qui n'ont pas trouvé d'effet du type de changement de dirigeants (*i.e., independence, and internal or external promotion*) sur la communication environnementale [*environmental information disclosure*] de l'entreprise. Trois explications possibles peuvent être avancées. D'abord, la recherche de Meng et al. a été conduite dans le contexte d'une économie émergente (la Chine). De plus, leur variable dépendante est assez différente de la nôtre puisqu'ils ont retenu un seul aspect de la RSE (l'environnement), qu'ils ont analysé via un proxy (*environmental information disclosure*). Enfin, et surtout, leurs données de panel ne portent que sur 3 ans, alors que nos données de panel (s'étalant sur 13 ans) montrent un effet au bout de 5 ans.

### **3.2. L'effet modérateur de l'adhésion de l'entreprise au GRI**

L'hypothèse H2 prévoit que l'adhésion de l'entreprise au GRI devrait modérer négativement l'influence des changements de dirigeants sur la performance RSE. Pour tester cette hypothèse, il convient donc d'intégrer la variable muette « adhésion au GRI » dans le modèle. Dans un premier temps, il est utile d'examiner l'effet direct de cette variable sur la performance RSE. Comme le montre le tableau 6 (régression en données de panel avec effets individuels fixes), cette variable exerce effectivement un effet direct significatif sur la performance RSE de l'entreprise, mais seulement à partir de 3 ans. L'effet est plus fort en années 4 et 5. Il devient hautement significatif au bout de 5 ans. L'adhésion de l'entreprise au GRI a donc un effet positif sur la performance RSE de

l'entreprise, ce qui semble assez logique dans la mesure où l'adhésion volontaire de l'entreprise au GRI témoigne un intérêt pour la RSE qui débouche *in fine* sur une meilleure performance dans ce domaine.

**Tableau 6: Résultats de la régression en données de panel avec effets fixes**

Ce tableau présente les résultats de l'estimation de la régression en données de panel avec effets fixes en utilisant comme seule variable explicative la variable GRI. La variable GRI prend la valeur 1 si adhésion de l'entreprise à un GRI et 0 sinon. k est l'horizon de prévision retenu. \*\*\*, \*\*, \* désignent respectivement les degrés de significativité au seuil de 1%, 5%, et 10%.

	k=1	k=2	k=3	k=4	k=5
<b>Constante</b>	<b>0,722***</b>	<b>0,685***</b>	<b>0,575***</b>	<b>0,563***</b>	<b>0,457***</b>
<b>t-stat</b>	8,125	7,215	7,125	6,258	7,712
<b>GRI</b>	0,010	0,013	<b>0,014*</b>	<b>0,019**</b>	<b>0,021***</b>
<b>t-stat</b>	1,542	1,621	1,724	1,972	2,548
<b>R<sup>2</sup> ajusté</b>	0,019	0,022	0,025	0,029	0,037

Pour tester l'hypothèse H2 – qui prévoit un effet d'interaction entre l'adhésion de l'entreprise au GRI et les changements de dirigeant – il convient d'estimer un nouveau modèle intégrant les effets direct et d'interaction de la variable GRI (cf. tableau 7). Le modèle 4 reprend donc les variables de contrôle, le changement de dirigeant, l'adhésion au GRI et l'interaction entre ces 2 dernières variables. L'estimation de ce modèle fournit des résultats comparables aux modèles 1 et 2 en ce qui concerne les variables de contrôle. Concernant les variables explicatives, on remarque que le changement de dirigeant et l'adhésion au GRI ont des effets positifs et significatifs sur la performance RSE, ce qui est cohérent avec les résultats précédents. En outre, conformément à H2, on observe que l'interaction entre le changement de dirigeant et l'adhésion de l'entreprise à un GRI exerce un effet significativement négatif sur la performance RSE de l'entreprise. Cela signifie que, lorsque l'entreprise adhère au GRI, le changement de son dirigeant impacte moins positivement sa performance RSE (en comparaison avec un cas similaire dans lequel l'entreprise n'adhérerait pas au GRI). Ce résultat conforte l'idée que l'impact positif du changement de dirigeant sur la performance RSE est moins fort lorsque la discrétion managériale du nouveau dirigeant est réduite par la contrainte d'une norme extérieure telle que le GRI. Ce modèle 4 permet d'améliorer de 6,8 points le R<sup>2</sup> ajusté (par rapport au modèle 2) pour atteindre 41,9% ce qui est un niveau relativement élevé.

**Tableau 7 : Effet modérateur de l'adhésion au GRI sur la performance RSE**

Ce tableau présente les résultats de l'estimation de la régression en données de panel avec effets fixes. Le modèle 4 intègre les variables de contrôle, la fois la variable changement de dirigeant, la variable GRI et la variable interaction GRI×DIR. Le modèle 5 comprend le sous échantillon constitué uniquement par les observations avec changement de dirigeant. Dans le modèle 5, la variable DIR est égale à 1 si changement externe du dirigeant et 0 sinon. k est l'horizon de prévision retenu. \*\*\*, \*\*, \* désignent respectivement les degrés de significativité au seuil de 1%, 5%, et 10%.

	Signe espéré	Modèle 4 - changement de dirigeant + variables de contrôle + effet modérateur de l'adhésion au GRI	Modèle 5 - changement externe de dirigeant + variables de contrôle + effet modérateur de l'adhésion au GRI (Sous échantillon uniquement avec changement de dirigeant)
Constante		-0,011 0,125	-0,214 -0,365
DIR	-/+	<b>0,011***</b> 2,725	<b>0,019**</b> 3,069
TAILLE	+	<b>0,057**</b> 2,541	<b>0,109***</b> 3,118
LEV	-	-0,010 -0,858	-0,016 -1,512
FCF	+	<b>0,019***</b> 3,589	<b>0,024***</b> 3,431
ROA	+	-0,011 -1,624	-0,011 -1,622
MTB	+	<b>0,014***</b> 2,841	<b>0,029***</b> 3,404
GRI	+	<b>0,020***</b> 2,451	<b>0,014**</b> 2,104
GRI×DIR	-	<b>-0,086**</b> -1,992	<b>-0,099**</b> 2,123
Fisher		<b>11,437***</b>	<b>11,906***</b>
R <sup>2</sup> ajusté		0,000 0,419	0,000 0,469

Enfin, le modèle 5 (cf. tableau 7) a été estimé sur les mêmes bases que le modèle 3, c'est-à-dire en limitant l'échantillon aux observations ayant connu un changement de dirigeant, l'objectif étant de prendre en compte à la fois l'impact du GRI et de la nature du changement de dirigeant (externe ou interne). Ce modèle reprend donc les variables de contrôle, le changement de dirigeant externe, l'adhésion au GRI et l'interaction dirigeant externe × GRI. Les résultats sont en ligne avec ceux du modèle 3 quant aux variables de contrôle. Il confirme en outre l'effet modérateur de l'adhésion à un GRI sur l'impact du changement de dirigeant externe sur la performance RSE. Cela signifie que

l'effet positif d'un changement de dirigeant externe sur la performance RSE est plus faible lorsque l'entreprise adhère au GRI. L'adhésion au GRI peut donc s'analyser comme une variable quasi-modératrice (Sharma et al., 1981) puisqu'elle exerce deux types d'effets : un effet direct sur la variable dépendante (performance RSE), et un effet d'interaction avec la variable indépendante (changement de dirigeant). Ce résultat n'était pas attendu, mais souligne l'importance de prendre en compte les contraintes normatives dans l'explication de la performance RSE. Il encourage également à approfondir les recherches empiriques sur la discrétion managériale et ses effets.

On notera que le pouvoir prédictif du modèle 5 est supérieur de 5,7 points à celui du modèle 3 pour atteindre 46,9%. Les résultats de ce dernier modèle renforcent donc la validation des hypothèses H1b et H2.

## **DISCUSSION ET CONCLUSION**

Nos résultats suggèrent que les changements de dirigeant exercent un effet positif sur la performance RSE de l'entreprise, mais après un délai de 5 ans. Cet effet positif du changement de dirigeant pourrait s'expliquer par son attachement à certaines valeurs (Huang, 2013 ; Bernard et Godard, 2013) ou à d'autres caractéristiques personnelles conformément à l'upper echelon theory (Hambrick et Mason, 1984). Puisque le changement de dirigeant impacte la performance RSE, c'est donc bien que le nouveau dirigeant marque de son empreinte les politiques mises en place comme le courant stratégique l'affirme (Andrews, 1971; Child, 1972). Le changement de dirigeant est donc un mécanisme de gouvernance à part entière. Lorsque les actionnaires ne sont pas satisfaits de la performance RSE de l'entreprise, ils peuvent donc changer de dirigeant, tout en se souvenant que les effets positifs sur la performance RSE prendront du temps : 5 années d'après nos résultats. Il s'agit donc d'un choix à long terme.

Il faut également noter que l'effet positif du changement de dirigeant sur la performance RSE sera plus fort si le nouveau dirigeant est choisi en dehors de l'entreprise. Dans ce cas, celui-ci serait moins influencé par les habitudes et la culture de l'entreprise, et ses caractéristiques personnelles pourraient davantage impacter les politiques mises en place, notamment dans le domaine de la RSE. Au final, nos résultats livrent deux enseignements : d'un point de vue managérial, on peut retenir que les actionnaires devraient nommer des dirigeants externes s'ils souhaitent réorienter significativement la politique RSE de leur entreprise et obtenir, à terme, une meilleure performance RSE ; d'un point de vue théorique, il semble particulièrement pertinent de rapprocher les mécanismes de gouvernance de la performance RSE des entreprises.

Quelle que soit son origine, l'influence du nouveau dirigeant peut être tempérée par des éléments extérieurs. En particulier, nous avons montré que lorsque l'entreprise adhère au GRI, l'impact positif du nouveau dirigeant sur la performance RSE était moins fort (mais toujours positif). Cela ne signifie pas que l'adhésion au GRI minore la performance RSE de l'entreprise. Au contraire, nos résultats soulignent l'existence d'un effet positif direct de l'adhésion de l'entreprise au GRI sur la performance RSE. Lorsque le nouveau dirigeant prend la direction d'une entreprise qui est déjà engagée dans le GRI, elle bénéficie déjà de cet effet positif. L'impact du nouveau dirigeant serait donc « résiduel » car l'entreprise dispose déjà d'un niveau élevé de performance RSE. De plus, l'influence du dirigeant est alors limitée car l'adhésion au GRI représente une contrainte normative qui réduit sa latitude d'action (discrétion managériale plus faible).

De manière plus générale, nos résultats confirment l'importance des variables de contrôle proposées par Artiach et al. (2010). En effet, les caractéristiques de l'entreprise, notamment financières, expliquent à elles seules près de 30% de la performance RSE dans notre étude. Il est donc indispensable de les prendre en compte.

La présente recherche est novatrice dans de nombreux domaines. D'abord, à notre connaissance, c'est la seule étude à avoir analysé, dans le contexte d'une économie développée, les effets simultanés de la nature du changement de dirigeant (mécanisme de gouvernance) et l'impact d'une contrainte normative extérieure (discrétion managériale) sur la performance RSE, cette dernière faisant en outre l'objet d'une évaluation indépendante multicritère. Ensuite, en retenant une longue période temporelle (13 années), notre étude a permis d'identifier des effets à long terme (impact du changement de dirigeant au bout de 5 ans) dont la robustesse est améliorée par la prise en compte de nombreuses variables de contrôle. Cette recherche ouvre enfin la voie à d'autres investigations. Nous citerons quatre pistes de recherche que, avec l'aide d'autres chercheurs, nous souhaitons approfondir :

1) La première piste consiste à enrichir la variable dépendante. La performance RSE pourrait en effet être déclinée en plusieurs dimensions (relations avec les fournisseurs, avec les clients, droits humains, environnement, etc.) Vigéo fournit d'ailleurs des notes synthétiques pour 5 dimensions. Nous pourrions dès lors répliquer nos analyses pour étudier les effets dimension par dimension. Il serait également utile de

croiser les notes établies par Vigéo avec d'autres évaluations indépendantes, comme celles proposées par Bloomberg (ESG data – Bloomberg Equities and Industries services).

2) Le concept de discrétion managériale pourrait être opérationnalisé de manière plus riche en prenant en compte – en plus de l'adhésion au GRI – d'autres éléments aussi bien internes (e.g. l'existence d'un comité d'éthique) qu'externes (e.g. contraintes réglementaires).

3) Les effets des changements de dirigeants semblent dépendre du niveau de développement économique (économie émergente vs. développée). Il serait opportun, d'une part, de vérifier la robustesse de ces différences (e.g. les résultats obtenus sur notre échantillon français sont-ils répliquables à d'autres économies avancées comme la Grande Bretagne, l'Australie ou le Canada ?), et d'autre part, de proposer et de tester différentes explications, le cas échéant.

4) Puisque les dirigeants semblent avoir un impact sur la performance RSE de l'entreprise, on peut se demander ce qui explique, à un niveau individuel, cet impact ? Il serait notamment intéressant de considérer les valeurs personnelles des dirigeants de manière explicite pour comprendre pourquoi certains d'entre eux influencent plus que les autres la performance RSE de leur entreprise. Cela pourrait nécessiter d'interroger directement les dirigeants pour cerner les valeurs auxquelles ils souscrivent et étudier les liens éventuels entre ces valeurs et la performance RSE.

## Appendix

### Vigéo's Methodology

Vigéo's analysis model relies on 3 main elements

- A frame of reference of precise, opposable and balanced objectives of social responsibility
- A questioning segmented into different angles of analysis, all formalized and complementary
- A conventional rating scale, organized in a hierarchy of 4 differential score levels

#### **A frame of reference of precise, opposable and balanced objectives of social responsibility**

The objectives of social responsibility are represented by 38 criteria coming from 6 different domains.

- **Human Resources:** Constant improvement of professional and labor relations, as well as of working conditions.

- **Human Rights at workplaces:** Respect of trade unions' freedom and promotion of collective negotiation, non-discrimination and promotion of equality, eradication of banned working practices (Child and enforced labor), prevention of inhumane or humiliating treatments such as sexual harassment, protection of private life and personal data.
- **Environment:** Protection, safeguard, prevention of attacks on environment, implementation of an adequate managerial strategy, ecodesign, protection of biodiversity and reasonable control of environmental impacts on the overall life cycle of products and services.
- **Business Behaviour:** Taking into account of clients' rights and interests, integration of social and environmental standards both in the process of selection of suppliers and in the overall supplying chain, efficient prevention of corruption, and respect of competition laws.
- **Corporate Governance:** Efficiency and integrity, insurance of both independence and effectiveness of the Board of Directors, effectiveness and efficiency of audit and control systems, and in particular inclusion of social responsibility risks, respect of shareholders' rights and most of all of the minorities, transparency and moderation in executive remuneration.
- **Community involvement:** Effectiveness, managerial integration of commitment, contribution to economic and social development of the territories of establishment and their human communities, concrete commitment in favor of the control of societal impacts of products and services, transparent and participative contribution to causes of general interest.

They are evaluated according to 200 principles of action that enable Vigeo to question managerial systems.

Each standard is activated according to its sectorial relevance and is subject to a weighting that shows the relative impact of the social responsibility objectives it refers to.

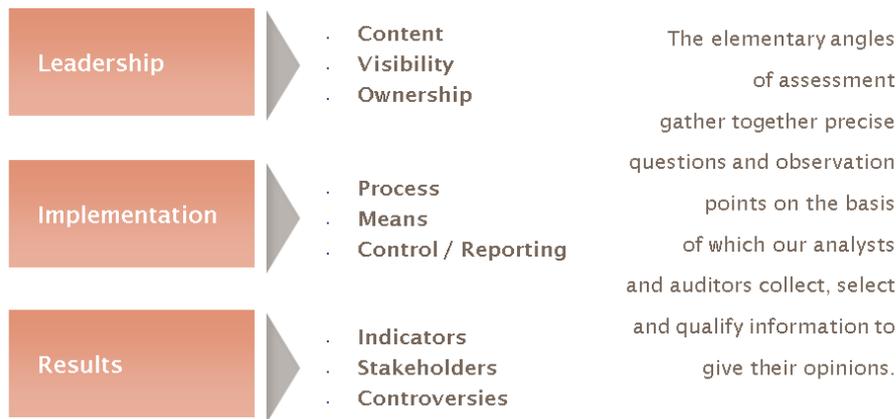


### A questioning segmented into different angles of analysis

Vigeo analyzes managerial systems on the basis of three “items”. Its questioning is organized into 9 elementary analysis angles. These combine the precise questions and observations on the basis of which Vigeo’s analysts and auditor-consultants collect, select and qualify information to express their views.

3 items

9 elementary angles of analysis



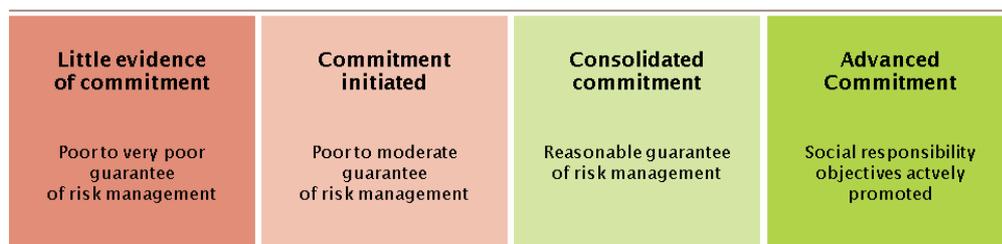
To set up a criterion's score, Vigeo consolidates different scores attributed to relevance of policies, coherence of implementation and results.

#### Note

- The scores awarded to each angle of approach are reported, by consolidation, to their attached item.
- The items' scores are then consolidated at the standard level to produce "standard scores", which are then all consolidated at the whole field level.
- Given the heterogeneity of their subjects, domain scores are not consolidated

#### A 4-level assessment scale

Our ratings are recorded into a conventional scale organized into 4 levels of differential scores, whether it is a declaratory SRI questioning or an audit questioning.



#### Bibliography

Aguinis H. and Glavas A. (2012), What We Know and Don't Know About Corporate Social Responsibility: A Review and Research Agenda, Journal of Management Vol. 38 No. 4, 932-968.

Agle, B.R., Mitchell, R.K. and Sonnenfeld, J.A. (1999). Who matters to CEOs? An investigation of stakeholder attributes and salience, corporate performance, and CEO values'. Academy of Management Journal. 42 (1): 507-525.

- Artiach, T., Lee, D., Nelson, D. and Walker, J. (2010). The determinants of corporate sustainability performance. *Accounting and Finance*. 50: 31-51.
- Barnea, A. and Rubin, A. (2010). Corporate social responsibility as a conflict between shareholders. *Journal of Business Ethics*, 97: 71-86.
- Becchetti, L., Giacomo, S. Di and Pinnacchio, D. (2005). Corporate social responsibility and corporate performance: evidence from a panel of U.S. listed companies, Working paper, (CEIS). Available: <http://www.ssrn.com/abstract=871402> (date accessed: 8 July 2006).
- Bernard Y. and Godard L. (2013). Les dirigeants influencent-ils la diffusion d'informations sur la RSE ? Congrès CIG 2013, Nantes.
- Child, J. (1972). Organization structure, environment and performance, the role of strategic choice, *Sociology*, 6: 1-22.
- Chin, M. K., Hambrick, Donald C. and Treviño, Linda K. (2013). Political Ideologies of CEOs: The Influence of Executives' Values on Corporate Social Responsibility. *Administrative Science Quarterly*. 58 (2): 197-232.
- Coughlan, A.T and Schmidt R.M. (1985). Executive compensation, management turnover, and firm performance. *Journal of Accountings and Economics*, 7: 43-66.
- DiMaggio, P.J. and Powell, W.W. (1983). The iron cage revisited: Institutional isomorphism and collective rationality in organizational fields. *American Sociological Review*. 48 (2): 147-160.
- Fama, E.F. and Jensen, M.C. (1983). Separation of ownership and control. *Journal of Law and Economics*. 26: 301-325.
- Finkelstein, S. and Hambrick, D.C. (1989). Chief executive compensation: a study of the intersection of markets and political processes. *Strategic Management Journal*. 10: 121-134.
- Fizel, J.L., Louie, K.T. and Mentzer, M.S. (1990). An economic, organizational and behavioral model of the determinants of CEO tenure. *Journal of Economic Behavior and Organization*, 14: 363-379.
- Flatt, S. J., Harris-Boundy, J. and Wagner, S. (2013). CEO Succession: A Help or Hindrance to Corporate Reputation? *Corporate Reputation Review*. 16: 206-19.
- Gilson, S.C. (1989). Management turnover and financial distress. *Journal of Financial Economics*, 25: 241-262.
- Goodstein, J. and Boeker, W. (1991). Turbulence at the top: a new perspective on governance structure changes and strategic change. *Academy of Management Journal*. 34 (2): 306-330.
- Hambrick, D.C. and Finkelstein, S. (1987). Managerial discretion: a bridge between polar views of organizational outcomes, *Research in organizational Behavior*, 9, 369-406.
- Hambrick, D. C. and Mason, P. (1984). Upper echelons: The organization as a reflection of its top managers. *Academy of Management Review*, 9: 193-206.
- Hannan, M. T. and Freeman J.H. (1977). The population ecology of organizations, *American Journal of Sociology*. 82: 929-964.
- Harjoto, M.A. and Jo, H. (2011). Corporate Governance and CSR Nexus. *Journal of Business Ethics*, 100: 45-67.
- Huang, S. K. (2013). The Impact of CEO Characteristics on Corporate Sustainable Development. *Corporate Social Responsibility & Environmental Management*, 20 (4): 234-244.
- Jensen, M.C. and Meckling W.H. (1976). Theory of the firm: managerial behavior, agency costs, and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3.

- Jensen, M.C. and Murphy, K.J. (1990). Performance pay and top-management incentives. *Journal of Political Economy*, 98 (2): 225-264.
- Jo, H. and Kim, Y (2008). Ethics and disclosure: a study of the financial performance of firms in the seasoned equity offerings market. *Journal of Business Ethics*. 80: 855-878.
- Johnson R.A. and Greening D.W., (1999), The Effects of Corporate Governance and Institutional Ownership Types on Corporate Social Performance Author, *The Academy of Management Journal*, Vol. 42, No. 5, Special Research Forum on Stakeholders, Social Responsibility, and Performance, pp. 564-576.
- Kaplan, S.N. and Minton, B.A. (1994). Appointments of outsiders to Japanese boards, determinants and implications for managers. *Journal of Financial Economics*, 36: 225-258.
- Karaevli, A. (2007). Performance consequences of new CEO 'Outsiderness': Moderating effects of pre- and post-succession contexts. *Strategic Management Journal*. 28 (7): 681-706.
- Khan, A., Muttakin, M.B. and Siddiqui, J. (2013). Corporate governance and corporate social responsibility disclosures: evidence from an emerging economy. *Journal of Business Ethics*, 114: 207-223.
- Kotey, B. and Meredith, G.G. (1997). Relationships among owner/manager personal values, business strategies, and enterprise performance. *Journal of Small Business Management*. 37-64.
- Lee, D. D. (2006). An Analysis of the Sustainability Investment Strategy Employing the Dow Jones World Sustainability Index (PhD Monash University, Clayton).
- Lourenço, I.C. and Branco, M.C. (2013). Determinants of corporate sustainability performance in emerging markets: the Brazilian case. *Journal of Cleaner Production*. 57 : 134-141.
- Lucier, C., Kocourek, P. and Habbel, R. (2006). CEO Succession 2005, the Crest of the Wave. *Strategy+Business*. 43.
- Martin T. and Lee D.D (2010), The Determinants of Corporate Sustainability Performance, *Accounting & Finance*, Vol. 50, Issue 1, pp. 31-51.
- McGuire, J.B., Sundgren A. and Schneeweis T. (1988). Corporate social responsibility and firm financial performance. *Academy of Management Journal*, 31 (4): 854-872.
- Meng, X.H., Zeng, S.X., Tam, C.M. and Xu, X.D. (2013). Whether top executives' turnover influences environmental responsibility: from the perspective of environmental information disclosure. *Journal of Business Ethics*. 114:341-353.
- Miller, D. (1991). Stale in the saddle: CEO tenure and the match between organization and environment. *Management Science*. 37: 34-52.
- Morck, R., Shleifer, A. and Vishny, R.W. (1989). Alternative mechanisms for corporate control. *The American Economic Review*, 79 (4): 842-852.
- Murphy, K.J. (1985). Corporate performance and managerial remuneration. *Journal of Accounting and Economics*. 7: 11-42.
- Murphy, K.J., and Zimmerman, J. (1993). Financial performance surrounding CEO turnover. *Journal of Accounting and Economics*. 16: 273-315.
- Neter, J., Wasserman, w, & Kutner, M. H. (1983). *Applied linear regression models*. Homewood, IL: Irwin.
- Oh, W.Y, Chang, Y.K. and Martynov, A. (2011). The effect of ownership structure on corporate social responsibility: empirical evidence from Korea. *Journal of Business Ethics*, 104: 283-297.

- Pant, P.N. and Lachman, R. (1998). Value Incongruity and strategic choice. *Journal of Management Studies*. 35 (2): 195-212.
- Pourciau, S. (1993). Earnings management and nonroutine executive changes. *Journal of Accounting and Economics*. 16: 317-36.
- Purushothaman, M., Tower, G., Hancock, R., & Taplin, R. (2000). Determinants of corporate social reporting practices of listed Singapore companies. *Pacific Accounting Review*, 12(2), 101–133.
- Roberts, R. W. (1992). Determinants of corporate social responsibility disclosure: An application of stakeholder theory. *Accounting, Organizations and Society*, 17(6), 595–612.
- Sharma S., Durand R.M. and Gur-Arie O. (1981), Identification and Analysis of Moderator Variables, *Journal of Marketing Research*, Vol. 18, No. 3, 291-300.
- Shleifer, A. and Vishny, R. (1986). Large shareholders and corporate control. *Journal of Political Economy*, 94: 461-488.
- Ullmann, A. A. (1985) Data in search of a theory: a critical examination of the relationships among social performance, social disclosure, and economic performance of U.S. firms. *Academy of Management Review*. 10 (3): 540-557.
- Waddock, S.A. and Graves, S.B. (1997). The corporate social performance – financial performance link. *Strategic Management Journal*, 18 (4): 303-319.
- Waldman, D.A., Sully de Luque, M., Washburn, N. and House, R.J. (2006). Cultural and leadership predictors of corporate social responsibility values of top management: a GLOBE study of 15 countries. *Journal of International Business Studies*. 37 (6): 823-837.
- Warner, J. Watts, R. and Wruck, K. (1988). Stock prices and top management changes. *Journal of Financial Economics*. 20: 461-492.
- Weisbach, M. (1988). Outside directors and CEO turnover. *Journal of Financial Economics*. 20: 431-460.
- Weisbach, M. (1995). CEO turnover and the firm's investment decisions. *Journal of Financial Economics*. 37: 159-188.
- Wood, D.J. (1991). Corporate social performance revisited. *Academy of Management Review*. 16 (4): 691-718.
- Yu, F. (2008). Analyst Coverage and earnings. *Journal of Financial Economics*, 88: 245-271.
- Zutshi, A. and Sohal, A.S. (2004). Adoption and maintenance of environmental management systems: critical success factors. *Management of Environmental Quality*. 15 (4): 399-419.