

Louvain School of Management

Discours DEI et bluewashing : impact sur la performance financière des entreprises américaines.

Auteure : Ouratoulaye DIOP
Promoteur : James THEWISSEN
Année académique 2025-2026
Travail de fin d'études (TFE) en vue d'obtenir le titre de
Master en sciences de gestion

DECLARATION

The declaration below is **mandatory and must appear on the first page (after the front page) of your master's thesis.**

STATEMENTS ON YOUR USE OF GENERATIVE AI

Confirm the following statements:

Statements on responsible use of generative AI	Your answer
The content of my/our master's thesis is my/our original output ^{input} , even if I/we used generative AI to help prepare it.	☒ Yes ☐ No
I/we master the theories, tools and methods that I/we use for the thesis.	☒ Yes ☐ No
I/we verified that the output presented in the thesis is accurate and valid, and that it contains no hallucination, no false reference, etc.	☒ Yes ☐ No
I/we acknowledge that I/we master the final output and that I am/we are able to explain it and answer questions about it.	☒ Yes ☐ No
I/we made sure not to provide generative AI tools with access to confidential data or information	☒ Yes ☐ No

³ Gailly, Benoît (2025) *The hitchhiker's guide to a Master Thesis supervised by Prof. Benoit Gailly at Louvain School of Management*. UCLouvain, LSM.



SIGNATURE

Sign your declaration:

Author last name, first name(s)	Date	Signature
1 Diop Ouratoulaye	25/05/2026	
2		

NOTE

For this document, DeepL has been used to propose formulations, but the text is original, except the extracts explicitly mentioned as coming from other sources, which are mentioned in footnotes.

Résumé :

Ce mémoire s'intéresse au bluewashing en matière de diversité, défini comme le décalage entre le discours sur la diversité, l'équité et l'inclusion (DEI) et les pratiques effectives au sein des conseils d'administration, dans un contexte où les enjeux Environnementaux, Sociaux et de Gouvernance (ESG) prennent une place croissante dans l'évaluation des entreprises. Il examine dans quelle mesure ce décalage affecte la performance financière et le coût du capital des entreprises américaines.

L'étude s'appuie sur des données de panel portant sur des entreprises américaines entre 1999 et 2021. Elle mobilise des variables mesurant le décalage (entre le discours DEI et la diversité effective au sein des Conseils d'Administration (CA), notamment pour les dimensions féminine, noire et asiatique, ainsi que le Return on Assets (ROA) et le coût du capital. Elle estime des régressions de panel avec effets fixes afin d'analyser l'impact du bluewashing.

Les résultats montrent que le bluewashing n'a pas d'effet significatif sur la performance comptable, mesurée par le ROA. En revanche, le gap de diversité féminine est associé à un coût du capital plus faible, ce qui suggère que le bluewashing peut être financièrement « récompensé » sur ce canal. À l'inverse, les gaps liés à la diversité ethnique ne sont pas significatifs. Les analyses de sensibilité confirment globalement la pertinence de ces résultats, notamment lorsque sont prises en compte la taille de l'entreprise et l'âge moyen du CA.

De manière générale, ce mémoire démontre que l'effet du bluewashing est hétérogène selon la dimension de la diversité et l'indicateur de performance. Le marché ne sanctionne pas systématiquement le désalignement entre discours DEI et pratiques, et le bluewashing fondé sur la diversité féminine peut même être associé à un coût du capital plus faible. En ce sens, ce mémoire contribue à la littérature en proposant une mesure explicite du bluewashing fondée sur le décalage entre le discours DEI et diversité effective du CA, analysée séparément pour chaque dimension de diversité, et en mettant en évidence des effets différenciés selon le genre, la diversité ethnique et l'indicateur de performance mobilisé, à savoir le ROA ou le coût du capital.

Remerciements

Avant toute chose, je tiens à remercier, d'une manière générale, toutes les personnes qui m'ont accompagnée tout au long de mes études ainsi que dans la réalisation de ce travail de fin d'études.

Je souhaite adresser mes plus sincères remerciements à mon promoteur, Monsieur James Thewissen, pour son accompagnement, sa disponibilité et son soutien tout au long de cette année académique. Grâce à ses conseils pertinents, son écoute et ses encouragements, j'ai pu avancer dans mes réflexions et mener ce mémoire à son terme dans les meilleures conditions.

Je tiens également à remercier mes parents, qui m'ont toujours soutenue et grâce à qui j'ai eu la chance de poursuivre mes études. Leur présence, leurs sacrifices et leurs encouragements ont été essentiels tout au long de mon parcours.

Je souhaite dédier particulièrement ce mémoire à mon défunt père El hadj Moustapha Diop, parti beaucoup trop tôt. Il avait toujours souhaité me voir accomplir un Master, et cette pensée m'a donné la force de continuer, même dans les moments les plus difficiles. La réalisation de ce mémoire a représenté un véritable défi, notamment parce que je ne maîtrisais pas les logiciels statistiques comme R ou Stata nécessaires à mes analyses et régressions.

Malgré le manque de temps et les difficultés rencontrées, j'ai travaillé sans relâche pour comprendre, apprendre et donner le meilleur de moi-même afin d'aller jusqu'au bout de ce projet.

Enfin, je tiens à me remercier moi-même pour ma persévérance, ma détermination et tous les efforts accomplis au cours de ces années d'études. Malgré les difficultés et les moments de doute, je n'ai pas abandonné et j'ai poursuivi ce parcours avec courage jusqu'à l'aboutissement de ce mémoire.

Table des matières

1.	<i>Introduction</i>	1
2	<i>Cadre théorique</i>	3
2.1	Définition et périmètre du langage DEI.....	3
2.2	Fondements théoriques du langage DEI	3
2.3	Mécanismes économiques du langage DEI.....	5
2.4	Limites et risques du langage DEI	6
3	<i>Revue de la littérature et développement d'hypothèses</i>	6
3.1	Discours DEI, communication stratégique et performance économique	6
3.2	Diversité des organes de gouvernance et performance financière	7
3.3	Découplage entre discours et pratiques de gouvernance : le risque de Bluewashing	9
3.4	Synthèse critique de la littérature	10
4	<i>Données et design empirique</i>	11
4.1	Sources des données et construction de l'échantillon.....	11
4.2	Mesure du discours DEI.....	12
4.3	Mesure de la diversité effective du conseil d'administration	13
4.4	Construction de la variable indépendante principale : le bluewashing	14
4.5	Variables dépendantes et de contrôle	15
4.5.1	Variables dépendantes	15
4.5.2	Variable de contrôle	18
4.6	Spécification des modèles économétriques	20
4.6.1	Approche méthodologique et sélection des variables	20
4.6.2	Modèle économétrique.....	21
4.6.3	Tests de robustesse et validité du modèle.....	22
4.6.3.1	Effets fixes entreprise et année	22
4.6.3.2	Vérification de l'absence de multi-colinéarité	23
4.6.3.3	Test de normalité	23
4.6.3.4	Test d'hétéroscédasticité	23
4.6.3.5	Test d'autocorrélation.....	24
5	<i>Résultats empiriques</i>	25
5.1	Statistiques descriptives	25
5.1.1	Description des variables de discours DEI.....	25
5.1.2	Description des variables de diversité du conseil d'administration	25
5.2	Résultats de régression.....	27
5.2.1	Effets du bluewashing sur la performance financière (ROA)	27
5.2.2	Effets du bluewashing sur le coût du capital.....	29
5.3	Analyse de sensibilité	30
6	<i>Discussion</i>	32
6.1	Synthèse des résultats principaux	32
6.2	Interprétation et mécanismes explicatifs.....	33

6.3	Comparaison avec la littérature existante.....	35
7	<i>Conclusion</i>	36
7.1	Résumé des principaux résultats	36
7.2	Réponse à la question de recherche.....	36
7.3	Limites de l'étude	37
7.4	Voies de recherches futures	37
8	<i>Références</i>	39
9	<i>Annexes</i>	42
9.1	Annexe 1 – Tableau de définition des variables et indicateurs	42
9.2	Annexe 2 – Analyses de sensibilité par taille d'entreprise	43
9.3	Annexe 3 – Analyses de sensibilité par âge moyen du conseil	45

1. Introduction

Si les politiques de diversité, d'équité et d'inclusion sont censées renforcer la confiance des investisseurs et ne constituent plus seulement des engagements sociétaux ; elles sont désormais perçues comme des signaux de bonne gouvernance, comme gage de transparence et de performance durable pour les marchés financiers.

Et si le langage DEI (diversité, équité et inclusion), supposé créer de la valeur en signalant une bonne gouvernance, n'était en réalité qu'un instrument de façade lorsqu'il manque d'authenticité ? Présenté comme un moyen de réduire l'asymétrie d'information entre une entreprise et ses investisseurs, il peut au contraire dégrader la confiance lorsqu'il perd en crédibilité, transformant ainsi un signal positif en risque réputationnel. *Dans ce contexte, ce mémoire s'interroge sur la question suivante : Dans quelle mesure le décalage entre le discours DEI et les pratiques effectives (bluewashing) impacte-t-il la performance financière et le coût du capital des entreprises américaines ?*

Cette interrogation apparaît dans un contexte où les enjeux ESG (environnement, social et gouvernance) et l'investissement responsable prennent de plus en plus d'importance. De nos jours, les investisseurs intègrent les pratiques de diversité dans leurs décisions d'investissement, le DEI devenant un critère de qualité de gouvernance. La littérature montre que les critères ESG exercent une influence sur les décisions d'investissement et que le greenwashing environnemental est sanctionné par les marchés financiers. D'un autre côté, l'analyse du washing social en particulier du diversity ou bluewashing, reste limitée. Si le langage DEI est largement étudié comme un levier de légitimité ou de réputation, peu d'études analysent le décalage entre le discours et les pratiques effectives, ni les conséquences économiques de ce désalignement.

Théoriquement, un écart entre le discours inclusif et les pratiques réelles de gouvernance peut avoir un impact sur la valeur de l'entreprise par plusieurs mécanismes. Un signal non crédible entraîne une augmentation de l'asymétrie d'information. Ce qui fragilise la légitimité organisationnelle et détériore la confiance des parties prenantes. Ces effets se manifestent économiquement par une hausse du risque perçu et, en fin de compte, par un coût du capital plus élevé.

Empiriquement, ce mémoire s'appuie sur une base de données ESG d'entreprises américaines couvrant la période 1999 à 2021, qui est ensuite fusionnée avec une base de données détaillant la composition de leur conseil d'administration (Board of Directors).

Méthodologiquement, l'étude mesure le bluewashing comme l'écart entre le niveau d'engagement DEI affiché dans les rapports et politiques de l'entreprise et la réalité observable des pratiques de gouvernance inclusive, appréhendée notamment à travers la composition et la diversité des organes de décision.

Les résultats montrent que le bluewashing n'a pas d'effet significatif sur la performance comptable, mesurée par le ROA. En revanche, il est associé à un coût du capital plus faible lorsque le désalignement porte sur la diversité féminine. À l'inverse, les gaps liés à la diversité ethnique ne sont pas significatifs. Dans l'ensemble, les résultats indiquent que l'effet du bluewashing varie selon la dimension de la diversité considérée et selon l'indicateur de performance utilisé.

Ce mémoire contribue à la littérature de trois manières principales. Tout d'abord, la plupart des travaux se concentrent sur l'analyse des discours DEI et de leurs effets sur la réputation, tandis que cette étude mesure l'écart entre les engagements discursifs et les pratiques effectives, une condition clé de la crédibilité du signal.

Ensuite, alors que la littérature appréhende généralement le DEI comme un moyen d'améliorer l'image ou de se conformer aux normes sociales, ce mémoire l'analyse comme un signal économique pouvant influencer la valeur de l'entreprise et le coût du capital.

Enfin, les études existantes mobilisent soit des indicateurs de diversité dans la gouvernance, soit des mesures du discours, sans analyser systématiquement leur désalignement. Cette recherche propose une mesure explicite du bluewashing fondée sur l'écart entre le langage DEI et les pratiques observables, appliquée aux entreprises américaines dans un cadre institutionnel de reporting (mise à disposition des informations) largement volontaire.

2 Cadre théorique

2.1 Définition et périmètre du langage DEI

Le langage DEI désigne l'ensemble des discours publics par lesquels les entreprises formalisent leur engagement en matière de diversité, d'équité et d'inclusion. Ce discours dépasse la simple déclaration d'intention : Il constitue un dispositif stratégique mobilisant des registres économiques, normatifs et sociaux afin d'adresser des parties prenantes aux attentes hétérogènes.

La communication DEI peut être comprise comme un signal multidimensionnel. Elle met en avant différentes formes de diversité, cible des publics spécifiques et traduit un degré d'engagement variable, allant de la conformité réglementaire à des transformations organisationnelles substantielles (Zhang, 2022). Ce discours s'articule autour de trois grands registres de justification : la performance économique, les valeurs organisationnelles et la réponse aux attentes sociétales. Cette pluralité donne au langage DEI une réelle souplesse d'interprétation, ce qui lui permet de légitimer la position de l'entreprise. En parallèle, il s'inscrit dans un processus de signalisation destiné à influencer la perception externe de la qualité de la gouvernance, de la gestion du capital humain et du risque global.

2.2 Fondements théoriques du langage DEI

Les politiques DEI s'inscrivent dans une longue trajectoire historique, qui trouve ses racines dans les luttes pour les droits civiques et les premières politiques d'Equal Employment Opportunity et d'affirmative action aux États-Unis, naissant dans les années 1960 (Portocarrero & Carter, 2022).

Ces dispositifs avaient pour but premier de prévenir la discrimination et d'élargir l'accès à l'emploi. Au fil des années, ils ont progressivement évolué vers le « diversity management » où la diversité est peu à peu considérée comme un levier de performance organisationnelle plutôt qu'une simple obligation légale (Portocarrero & Carter, 2022).

Dans les années 2000, et plus encore dans les années 2010, le vocabulaire de la diversité, de l'équité et de l'inclusion (DEI) commence à apparaître dans les rapports annuels, les politiques de gouvernance et les rapports ESG. Ce phénomène a été influencé par plusieurs facteurs : la pression réglementaire, les attentes des investisseurs institutionnels et celles des agences de notation extra-financière (Saha et al., 2024; Thewissen et al., 2026).

À partir de 2020, les mobilisations autour de « Black lives Matter » ainsi que les controverses liées aux inégalités raciales ont mis en évidence l'importance de ces enjeux dans les communications des entreprises. Dans ce contexte, de nombreuses entreprises ont alors formulé des engagements explicites en matière de DEI (Balakrishnan et al., 2023; Chen et al., 2026).

Ce discours de légitimation s'appuie sur trois grands cadres théoriques : la théorie de la légitimité, la théorie des parties prenantes et la théorie du signalement. Selon la théorie de la légitimité, une entreprise est jugée légitime lorsqu'elle agit en accord avec les normes institutionnelles (Suchman, 1995). Dans cette perspective, le langage DEI constitue un levier discursif central, car il signale l'alignement de l'entreprise sur les exigences ESG tout en contribuant à réduire son risque réputationnel. On peut distinguer trois registres de légitimation : la performance, les valeurs organisationnelles et les attentes des parties prenantes. Ces logiques correspondent à des formes complémentaires de légitimation économique, normative et pragmatique (Zhang, 2022). Elles renforcent ainsi la crédibilité institutionnelle, améliorent l'accès au capital et contribuent à réduire la prime de risque. Toutefois, cette pression à paraître conforme peut aussi pousser certaines entreprises à privilégier une mise en scène discursive plutôt que de réelles transformations, ce qui ouvre la voie au *bluewashing*.

La théorie des parties prenantes de Freeman (1984) élargit la création de valeur au-delà des actionnaires en liant la performance financière à la qualité des relations sociales et institutionnelles. Appliqué au langage DEI, ce cadre met en lumière son rôle relationnel : la communication inclusive gère les interactions avec les employés, les investisseurs et la société civile, tout en réduisant les tensions et en renforçant la confiance. Face à des attentes parfois divergentes, les entreprises adoptent souvent un discours inclusif pour rassurer l'ensemble des parties prenantes, même lorsque les pratiques internes ne suivent pas.

Par ailleurs, selon la théorie du signal de Spence (1973) le langage DEI est un signal observable. Il permet de réduire l'asymétrie d'information sur des aspects internes difficiles à vérifier, tels que la qualité de la gouvernance et la gestion des risques sociaux. Les entreprises utilisent ce discours pour communiquer aux marchés leur engagement en matière d'inclusion. Cependant, pour que ce signal soit crédible, il doit être aligné sur les pratiques internes. L'utilisation d'indicateurs statistiques, de labels ou d'accréditations externes renforce la perception d'un engagement réel (Gillberg, 2024).

Lorsque cet alignement fait défaut, le signal devient contestable et s'apparente à un usage opportuniste du DEI, assimilable au bluewashing.

Ensemble, les théories sur la légitimité, les parties prenantes et le signalement donnent un éclairage sur les effets du langage DEI sur la valeur de l'entreprise. Ces théories nous montrent comment ce discours peut renforcer la légitimité, répondre aux attentes des parties prenantes, réduire l'asymétrie d'information et faire baisser le risque perçu. Toutefois, elles montrent également que ces mêmes mécanismes peuvent favoriser des décalages entre discours et actions, élément central du phénomène du bluewashing.

Le terme « bluewashing » s'inscrit dans la même logique que le « greenwashing » : il utilise une couleur pour désigner une pratique de communication trompeuse. Le greenwashing se réfère à l'environnement et est associé à la couleur verte. Le « bluewashing », quant à lui, fait référence à la couleur bleue, liée aux engagements de responsabilité sociale et aux initiatives de l'ONU en matière de droits humains et de développement durable. Dans ce mémoire, la notion de bluewashing permet de conceptualiser le décalage entre le langage DEI et les pratiques effectives, au cœur de l'analyse empirique.

2.3 Mécanismes économiques du langage DEI

Le langage DEI influence la valeur de l'entreprise par trois mécanismes principaux. D'abord, il réduit l'asymétrie d'information en clarifiant les intentions stratégiques liées à la gestion sociale et à l'inclusion. Cette clarification réduit l'incertitude perçue, allège la prime de risque et, par conséquent, le coût du capital. Ensuite, il contribue à atténuer les risques sociaux, réputationnels et ESG grâce à une communication crédible et cohérente avec les pratiques internes. Cela permet de limiter les controverses, les conflits, les sanctions et le turnover, tout en soutenant la productivité. Enfin, ce type de discours renforce la confiance des investisseurs en envoyant des signaux de transparence, de cohérence et de conformité ESG. Il améliore ainsi la perception de la qualité de gouvernance et l'attractivité de l'entreprise auprès des investisseurs ESG, ce qui facilite l'accès au capital. Mais ces effets dépendent avant tout de la crédibilité du discours. Si le discours ne correspond pas aux pratiques, le risque réputationnel augmente, la confiance des investisseurs se détériore et l'impact du langage DEI sur le coût du capital devient défavorable.

2.4 Limites et risques du langage DEI

Le signal véhiculé par le langage DEI ne crée de la valeur que s'il est perçu comme crédible. Lorsque le discours inclusif ne reflète pas les pratiques internes, il peut être perçu comme du « diversity-washing » ou « social-washing », ce qui accroît l'incertitude et les risques réputationnels (Gillberg, 2024). Une communication jugée opportuniste peut conduire à une hausse de la prime de risque exigée par les investisseurs et à une baisse de la valeur de l'entreprise. Pour être crédible, ce discours suppose une cohérence stricte entre les engagements affichés et les pratiques réelles. Toute dissociation entre les deux expose l'entreprise à des risques à la fois réputationnels et financiers. Dans ces contextes, le langage DEI s'apparente à du bluewashing : il perd sa valeur informationnelle, fragilise la confiance des parties prenantes et peut accroître durablement le coût du capital.

3 Revue de la littérature et développement d'hypothèses

3.1 Discours DEI, communication stratégique et performance économique

Les recherches récentes montrent que le langage DEI s'est progressivement détaché d'un registre purement moral ou éthique pour s'inscrire dans une logique de communication stratégique. Les entreprises mobilisent désormais le discours DEI comme vecteur d'engagement social mais également comme instrument de légitimation auprès des parties prenantes (Zhang, 2022). Ce déplacement traduit une tentative de justification des pratiques internes et de consolidation de la crédibilité organisationnelle. Le langage DEI fonctionne alors comme mécanisme de signalisation du positionnement social et institutionnel de l'entreprise.

La littérature va plus loin en distinguant deux régimes discursifs : le business case washing, qui présente le DEI sous l'angle de l'efficacité et de la création de valeur, et le discours aspirationnel, qui repose sur la promesse d'un progrès futur (Gillberg, 2024). Ces régimes agissent comme des signaux anticipatoires susceptibles de réduire l'incertitude entourant les intentions stratégiques de l'entreprise, notamment auprès des investisseurs sensibles à la performance financière. Ainsi, le discours DEI apparaît moins comme un énoncé normatif que comme un véritable outil de signalisation stratégique.

La littérature demeure surtout focalisée sur l'analyse du discours, des narratifs institutionnels et des effets réputationnels liés aux engagements DEI. Les études s'intéressent aux déclarations des entreprises, mais rarement à la façon dont ces engagements se traduisent concrètement en pratiques, alors même que la crédibilité du signal repose précisément sur cet alignement. Le

DEI est majoritairement appréhendé comme un levier d'image, de réduction du risque réputationnel ou de conformité sociale, et plus rarement comme un signal économique susceptible d'influencer la valorisation de l'entreprise, la perception du risque par les investisseurs et, in fine, le coût du capital. Les travaux reconnaissent l'intention économique qui sous-tend ce discours, mais mesurent peu ses effets financiers effectifs.

3.2 Diversité des organes de gouvernance et performance financière

La littérature empirique montre que l'effet de la diversité au sein des organes de gouvernance sur la performance financière est hétérogène. Cela dépend à la fois du type de diversité étudié et des mécanismes par lesquels celle-ci influence les décisions organisationnelles (Laique et al., 2023).

Les travaux de recherche identifient généralement plusieurs formes de diversité au sein des conseils d'administration notamment la diversité de genre, la diversité ethnique ou nationale, la diversité d'âge et, plus récemment, la diversité cognitive, liée aux parcours académiques et professionnels des administrateurs (Behlau et al., 2024). Parmi ces dimensions, la diversité de genre reste la plus étudiée. Les résultats restent toutefois contrastés. Certaines études montrent une relation positive entre la diversité de genre et les performances comptables. En revanche, le lien avec la performance boursière apparaît faible, voire nul (Omri & Alfaleh, 2024 ; Prashar & Gupta, 2021). Ces divergences indiquent que les effets de la diversité varient selon les indicateurs de performance retenus et le contexte de gouvernance dans lequel s'inscrit l'entreprise.

Cette différence dans les résultats tient en partie au fait que la diversité ne constitue pas un déterminant automatique de la performance. Elle agit plutôt à travers plusieurs mécanismes internes, notamment la qualité du contrôle, la circulation de l'information et la capacité d'innovation. En parallèle, elle peut complexifier le processus décisionnel en multipliant les points de vue et, potentiellement, les désaccords (Saha et al., 2024).

Ainsi, certains travaux montrent qu'un niveau élevé de diversité peut rendre les performances volatiles et les décisions stratégiques moins prévisibles, surtout lorsque les différences de préférences ou de points de vue freinent la coordination au sein du conseil (Gallego-Álvarez & Pucheta-Martínez, 2022). A l'inverse, d'autres études mettent en avant des effets bénéfiques, notamment en ce qui concerne la stabilité des politiques de l'entreprise, la qualité du contrôle et l'allocation du risque. L'impact de la diversité apparaît donc fortement dépendant du

contexte, de la structure de gouvernance et du type de résultat observé (Prashar & Gupta, 2021 ; Laique et al., 2023).

Sur le plan financier, ces mécanismes peuvent se traduire par des effets sur le risque perçu par les investisseurs, le coût du capital et les réactions de marché (Yang & Yang, 2025 ; Thewissen et al., 2026). Une gouvernance perçue comme inclusive peut renforcer la crédibilité de l'entreprise et réduire l'incertitude informationnelle. À l'inverse, un décalage entre le discours affiché et les pratiques effectives peut fragiliser la confiance des parties prenantes et être sanctionné par le marché (Venturelli et al., 2025; Xu et al., 2025).

Dans cette perspective, la littérature sur les controverses ESG met en évidence des réactions différenciées selon le type d'investisseurs. Les investisseurs institutionnels ont tendance à modifier leurs décisions en fonction de leur exposition au risque ESG et des enjeux de réputation. Les investisseurs individuels, quant à eux, sont plus susceptibles de réagir aux signaux publics et aux controverses qui sont visibles.

Toutefois, la littérature demeure assez fragmentée et mobilise des approches hétérogènes de la diversité et de la gouvernance, sans examiner systématiquement le rôle spécifique du langage DEI ni les écarts potentiels entre les discours organisationnels et les pratiques effectives de gouvernance (Behlau et al., 2024). En d'autres termes, bien que la littérature documente déjà les effets de la diversité sur la performance et le risque, elle s'intéresse encore relativement peu à la crédibilité du discours inclusif en tant que signal financier, ainsi qu'aux conséquences potentielles d'un décalage entre la communication des entreprises et leurs pratiques organisationnelles effectives (Venturelli et al., 2025). C'est précisément dans cet espace que s'inscrit la présente recherche, en étudiant l'impact du bluwashing DEI sur la performance financière et le coût du capital des entreprises américaines.

3.3 Découplage entre discours et pratiques de gouvernance : le risque de Bluwashing

Les travaux récents sur le langage DEI montrent que ce type de communication peut avoir des effets économiques en influençant la perception des parties prenantes et leurs comportements à l'égard de l'entreprise. Le discours DEI agit comme un signal social qui peut modifier la façon dont les investisseurs, les employés ou les partenaires, évaluent l'entreprise surtout s'il est perçu comme un engagement crédible en faveur de l'inclusion. Cette capacité à créer de la valeur repose toutefois sur une condition essentielle : il faut une réelle cohérence entre le discours institutionnel et les pratiques organisationnelles effectivement mises en œuvre. Lorsque le langage DEI s'appuie sur des mécanismes de gouvernance concrets, il peut renforcer la confiance des parties prenantes et réduire l'incertitude qui entoure les intentions de l'entreprise. À l'inverse, si cette communication paraît déconnectée des pratiques internes, elle ne joue plus le rôle d'un signal positif et nourrit au contraire des doutes sur la sincérité de l'engagement affiché. Des stratégies discursives fondées sur des promesses d'inclusion non matérialisées sont perçues comme opportunistes, ce qui détériore la crédibilité de l'entreprise et fragilise la relation de confiance avec les investisseurs, susceptibles d'exiger une prime de risque plus élevée (Gillberg, 2024).

La littérature sur le greenwashing montre déjà que les décalages entre engagements environnementaux et pratiques effectives sont sanctionnés par les marchés : les entreprises impliquées dans des controverses de greenwashing subissent des réactions boursières négatives et une dégradation de leur valeur de marché, en raison d'une révision des anticipations des investisseurs et d'une hausse perçue du risque réputationnel (Xu et al., 2025). Si les notions de greenwashing ou d'ESG-washing ont été largement étudiées, leur application spécifique au DEI reste encore peu explorée : les concepts de diversity-washing ou de bluwashing sont bien évoqués, mais leurs conséquences financières demeurent peu documentées. Peu d'études mesurent explicitement l'écart entre les engagements affichés en matière d'inclusion et la réalité des pratiques, qu'il s'agisse de la diversité effective ou des politiques internes, ainsi que l'impact de ce décalage sur la performance financière et sur les conditions de financement de l'entreprise. En Europe, les obligations de reporting ESG poussent les entreprises à concrétiser leurs engagements, tandis qu'aux États-Unis, le cadre, plus volontaire, laisse davantage de place à un usage stratégique du discours sur le DEI. Cette lacune dans les recherches empêche de

déterminer si le langage DEI est un véritable levier stratégique de création de valeur pour les entreprises, ou s'il relève surtout d'une communication symbolique qui peut s'avérer coûteuse à long terme.

3.4 Synthèse critique de la littérature

La revue de la littérature suggère qu'il pourrait y avoir un lien entre la diversité, le discours DEI et la valeur de l'entreprise. Toutefois, les résultats varient d'une étude à l'autre. Certaines recherches montrent que la diversité de genre est associée à de meilleures performances financières et à un risque perçu plus faible. D'autres études, en revanche, ne trouvent aucun effet significatif, voire des effets négatifs lorsque la diversité entraîne des désaccords dans la prise de décision. Ces résultats contradictoires révèlent les deux facettes de la diversité : d'un côté, elle peut apporter plus d'informations et favoriser l'innovation, mais de l'autre, elle peut aussi créer des conflits et ralentir les prises de décisions.

Sur le plan financier, ces mécanismes ont des effets différents sur le risque perçu, le coût du capital et les réactions de marché. Une gouvernance perçue comme inclusive peut renforcer la crédibilité de l'entreprise et réduire l'incertitude informationnelle. À l'inverse, un écart entre discours et pratiques peut fragiliser la confiance et être sanctionné. Par ailleurs, les réactions des investisseurs ne sont pas homogènes : les investisseurs institutionnels prennent en compte les signaux de crédibilité et les controverses ESG de manière plus systématique que les investisseurs particuliers.

La littérature reste fragmentée malgré ces avancées. De nombreuses études analysent la diversité des structures au sein des instances de gouvernance et son lien avec la performance. Très peu mesurent toutefois systématiquement l'écart entre discours DEI et pratiques effectives, et encore moins analysent son impact combiné sur la performance financière et le coût du capital.

C'est précisément dans ce domaine peu exploré que cette recherche s'inscrit. En étudiant dans quelle mesure le décalage entre le discours DEI et les pratiques effectives (bluewashing) impacte la performance financière et le coût du capital des entreprises américaines. À partir de ce cadre théorique et de la littérature ci-dessus, les hypothèses suivantes sont formulées :

H_1 : Un niveau plus élevé de désalignement entre le discours DEI et les pratiques de diversité au sein du conseil d'administration est associé à un coût du capital implicite plus élevé pour les entreprises américaines.

H_2 : Un niveau plus élevé de désalignement entre le discours DEI et les pratiques de diversité au sein du conseil d'administration est associé à une performance financière plus faible (ROA) des entreprises américaines.

4 Données et design empirique

4.1 Sources des données et construction de l'échantillon

Ce mémoire se base sur des données fournies par le Professeur James Thewissen et couvrant 701 entreprises américaines cotées sur la période 1999-2021. La base brute comprend 3 211 observations firm-year et combine des informations financières et extra-financières. Dans ce mémoire, le coût du capital est approximé par le coût implicite des capitaux propres (ICC), estimé à partir de quatre modèles distincts : Claus et Thomas (2001), Easton (2004), Gebhardt, Lee et Swaminathan (2001) et Ohlson et Juettner-Nauroth (2005). Les variables financières comprennent la rentabilité des actifs (ROA), la taille de l'entreprise (size), le levier financier (lev) ainsi que d'autres variables de contrôle couramment utilisées en finance d'entreprise. La dimension extra-financière s'appuie sur des mesures issues de scores ESG et sur des indicateurs de notation ESG, qui proviennent principalement de la London Stock Exchange Group Data & Analytics (LSEG, anciennement Refinitiv) et de Bloomberg.

Certains firm-years présentaient plusieurs estimations du coût du capital et chaque modèle ICC générait une valeur distincte pour une même entreprise-année. Ces estimations ont été agrégées par moyenne arithmétique au niveau firm-year, ramenant la base de 3 211 à 2 835 observations uniques (Bonetti et al., 2024).

Afin de mesurer la diversité effective des conseils d'administration, deux bases de données complémentaires ont été intégrées. La première, provenant d'ExecuComp, renseigne sur le genre et l'âge de chaque membre du conseil ; la seconde, fournie par le professeur, renseigne sur leur composition ethnique. Ces bases, étant structurées au niveau individuel, ont été agrégées au niveau firm-year, puis fusionnées avec la base principale via l'identifiant gvkey et l'année pour les variables de genre et d'âge, et via ticker et année pour les variables d'ethnicité. Cela a permis de construire les variables de diversité effective retenues dans cette étude comme la proportion de femmes au sein du conseil (pct_female), la répartition des âges (age_moyen_board) et la présence de membres issus de minorités ethniques (pct_back et

pct_asian). La base finale ainsi constituée comprend 2835 observations firm-year couvrant 701 entreprises.

4.2 Mesure du discours DEI

La mesure du discours DEI vise à capter l'intensité du langage inclusif employé par les entreprises dans les documents analysés. Pour ce faire, l'analyse s'appuie sur une base de données ESG regroupant plus de 2 000 entreprises américaines, au sein de laquelle le nombre d'occurrences de mots associés au langage DEI a été préalablement calculé à partir d'une liste prédéfinie.

L'identification du langage DEI s'appuie sur un dictionnaire prédéfini de termes issus de la liste interdite « forbidden list » de l'administration Trump. Cette liste correspond à un ensemble de mots que l'administration américaine était invitée à éviter dans certains de ses rapports ou documents publics et qui regroupe notamment des termes associés aux minorités, à la diversité et aux inégalités par exemple : hispanic, disabled, chairwoman. Cette liste externe constitue une base lexicale commune, utilisée de manière identique pour toutes les entreprises, afin d'identifier systématiquement le vocabulaire associé aux thématiques DEI. Elle limite ainsi l'arbitraire dans la sélection des termes.

À partir de cette base de données, un score de langage DEI est calculé. La méthode consiste à prendre le nombre total d'occurrences de mots issus de la “forbidden list” et à le diviser par le nombre total de mots du document analysé pour chaque entreprise.

Concrètement, le score est défini comme suit :

$$Proportion_{DEI_i} = \frac{Nombre\ de\ mots\ DEI_i}{Nombre\ total\ de\ mots_i}$$

Ce ratio correspond à la proportion de mots associés au DEI dans les documents de l'entreprise. Il est ensuite transformé en logarithme naturel afin de réduire l'asymétrie de la distribution, puis réparties en déciles sur tout l'échantillon. Chaque entreprise obtient ainsi un rang décile allant de 1 à 10 qui constitue son score DEI final. Les entreprises situées dans les déciles supérieurs se caractérisent par une plus forte intensité de langage inclusif, tandis que celles appartenant aux déciles inférieurs présentent un discours moins marqué par les thématiques DEI.

Cette mesure repose sur une approche lexicale qui ne prend pas en compte le contexte d'utilisation des termes. Elle constitue donc une approximation du discours DEI car la présence de certains mots ne reflète pas nécessairement l'intention ni la qualité de l'engagement des entreprises. Elle permet toutefois d'en capter l'intensité déclarative de manière systématique et comparable.

4.3 Mesure de la diversité effective du conseil d'administration

La diversité effective vise à capturer la réalité des pratiques de gouvernance des entreprises. L'analyse repose sur la fusion de la base ESG avec des données détaillées sur les conseils d'administration, notamment le genre et la diversité ethnique des administrateurs.

La mesure de cette diversité s'appuie sur deux composantes structurelles du conseil d'administration : le genre, est appréhendé à travers la proportion de femmes au sein de celui-ci et la diversité ethnique, appréhendée à travers la proportion d'administrateurs noirs et asiatiques.

Ces deux dimensions sont traitées séparément afin de refléter plus fidèlement la structure effective du conseil d'administration. Cela permet également d'éviter la construction d'un indice synthétique dont la pondération serait arbitraire. L'objectif est de distinguer les structures homogènes caractérisées par une forte concentration de profils similaires des structures diversifiées.

Afin d'assurer la comparabilité avec la mesure du discours, chaque indicateur de diversité est transformé en déciles sur l'ensemble de l'échantillon. Ainsi, chaque entreprise reçoit un rang compris entre 1 et 10 pour chaque indicateur, selon sa position relative dans la distribution de la variable concernée.

Les conseils d'administration présentant les niveaux de diversité les plus élevés se trouvent dans les déciles les plus élevés pour la dimension considérée, tandis que les structures les moins diversifiées se situent dans les déciles inférieurs. Toutefois, cette mesure se base sur des caractéristiques que l'on peut directement observer. Elle ne prend pas en compte la qualité des échanges au sein du conseil, ni la diversité des parcours ou des expériences. Elle doit donc être interprétée comme un proxy de la diversité effective.

4.4 Construction de la variable indépendante principale : le bluewashing

La variable indépendante principale de cette étude est le *GAP_DEI*. Cette variable mesure l'écart entre le discours DEI déclaré c'est-à-dire l'intensité du langage inclusif utilisé par l'entreprise et sa diversité effective au sein du conseil d'administration.

Un *GAP_DEI* élevé indique un décalage important entre le discours DEI de l'entreprise et ses pratiques effectives, ce qui traduit un comportement de bluewashing. À l'inverse, un *GAP_DEI* faible reflète une cohérence entre les engagements déclarés et la composition effective du conseil d'administration.

L'opérationnalisation de cette variable repose sur la comparaison de deux dimensions, exprimées sur une même échelle ordinale.

D'un côté, le discours déclaré correspond au classement de chaque entreprise en fonction de l'intensité de son langage inclusif, tel que construit dans la section 4.2.

De l'autre, la diversité effective est mesurée à partir des caractéristiques du conseil d'administration, traitées séparément pour chaque dimension, notamment la représentation des femmes, des administrateurs noirs et des administrateurs asiatiques, telles que construites dans la section 4.3.

Le *GAP_DEI* est alors obtenu par la différence entre ces deux classements :

$$GAP_{DEI_i} = \text{Décile}_{\text{Discours}_i} - \text{Décile}_{\text{Diversité}_i}$$

Une valeur élevée traduit une situation dans laquelle l'entreprise occupe une position dominante en matière de discours inclusif, sans que cette position soit reflétée dans la composition de son conseil d'administration. À l'inverse, une valeur faible ou nulle, indique une convergence entre discours et la diversité effective mesurée pour la dimension considérée, indiquant une plus grande cohérence entre engagements affichés et pratiques observées.

4.5 Variables dépendantes et de contrôle

4.5.1 Variables dépendantes

Deux aspects de la performance des entreprises sont examinés dans cette étude : la performance financière et le coût du capital.

La performance financière est mesurée à partir du Return on Assets (ROA), qui se définit comme le ratio du bénéfice avant éléments exceptionnels sur le total des actifs à la fin de l'année précédente.

Plus concrètement, ce ratio sert à mesurer la rentabilité économique de l'entreprise, c'est-à-dire l'efficacité avec laquelle elle mobilise ses actifs pour générer du profit.

Il est retenu comme variable dépendante, car il constitue une mesure standard de la rentabilité économique. Son utilisation permet d'examiner si le décalage entre le discours DEI et les pratiques effectives se traduit par une rentabilité plus ou moins élevée. Cependant, le ROA reste un indicateur comptable et ne reflète pas à lui seul l'ensemble de la performance de marché ni les effets de création de valeur à long terme.

Le coût implicite des capitaux propres (*Implied Cost of Capital*, ICC) constitue la seconde variable dépendante de cette étude. Il mesure le taux de rendement exigé par les investisseurs et est estimé à partir des prix de marché et des prévisions de bénéfices formulées par les analystes financiers.

Toutefois, il n'existe pas de méthode unique pour estimer ce coût. Plusieurs mesures coexistent. L'étude s'appuie sur quatre modèles présents dans la base de données : le modèle d'Easton, le modèle CT, le modèle GLS et le modèle OJ.

Le modèle Easton (2004), est une méthode d'estimation du coût implicite du capital fondée sur les prévisions de bénéfices par action à court terme. Il relie le prix actuel de l'action aux bénéfices attendus à un et deux ans, ainsi qu'au dividende anticipé, afin d'en déduire un taux de rendement implicite. Appartenant à la famille des modèles de croissance anormale des bénéfices, ce modèle s'inscrit dans la logique des approches de valorisation fondées sur les prévisions des analystes et constitue une extension des ratios P/E et PEG, en intégrant explicitement la croissance des bénéfices attendus.

En pratique, la variante la plus courante est le "modèle PEG modifié". Il repose sur l'hypothèse d'une croissance anormale des bénéfices constante à long terme et s'exprime par la formule suivante :

$$P_0 = \frac{(eps_2 + r \cdot dps_1 - eps_1)}{r^2}$$

Où P_0 désigne le prix actuel de l'action, eps_1 et eps_2 les prévisions de bénéfices comptables à un et deux ans, dps_1 le dividende attendu à un an, et r le coût implicite des capitaux propres.

Le modèle de Claus et Thomas (2001), est un modèle d'évaluation par les bénéfices anormaux aussi appelé modèle de revenus résiduels : ici le prix de l'action est égal à la valeur comptable actuelle plus la valeur actualisée des bénéfices anormaux futurs. Ce modèle utilise les prévisions d'analystes sur cinq ans, puis suppose qu'au-delà, la croissance de long terme des bénéfices anormaux s'établit à un taux constant g_{ae} égal à l'inflation attendue (estimée par : le taux sans risque - 3%).

$$P_0 = bv_0 + \sum_{t=1}^5 \frac{ae_t}{(1+k)^t} + \frac{ae_5(1+g_{ae})}{(k-g_{ae})(1+k)^5}$$

Où P_0 désigne le prix actuel de l'action, bv_0 la valeur comptable actuelle des capitaux propres, ae_t les bénéfices anormaux attendus pour l'année t , k le coût implicite des capitaux propres, et g_{ae} le taux de croissance perpétuelle des bénéfices anormaux.

Gebhardt et al. (2001), propose un modèle de calcul du coût implicite du capital par les revenus résiduels qui repose sur une hypothèse clé : la rentabilité (ROE) de l'entreprise tend à converger progressivement vers la médiane de son secteur d'activité. Concrètement, le modèle repose sur les prévisions des analystes pour les trois premières années. Il projette ensuite une convergence linéaire du ROE vers cette médiane sectorielle sur un horizon explicite, généralement fixé à 12 ans.

$$P_t = B_t + \sum_{i=1}^{T-1} \frac{(ROE_{t+i} - r) \cdot B_{t+i-1}}{(1+r)^i} + \frac{(ROE_{t+T} - r) \cdot B_{t+T-1}}{r \cdot (1+r)^{T-1}}$$

Où P_t désigne le prix actuel de l'action, B_t la valeur comptable des capitaux propres par action, ROE_{t+i} la rentabilité prévue des capitaux propres pour l'année $t+i$, r le coût implicite des capitaux propres, T l'horizon explicite de prévision, i l'indice des années futures.

La méthode Ohlson & Juettner-Nauroth (2005), est basée sur la croissance anormale de bénéfices (Abnormal earnings growth). Il relie le prix actuel de l'action à l'EPS (earning per share) prévu l'année prochaine, au taux de croissance à court terme et à long terme de l'EPS, ainsi qu'au coût implicite des capitaux propres. L'une des forces de ce modèle est de reposer sur le principe de non-pertinence de la politique de dividendes de l'entreprise. Ce modèle permet d'inverser la relation de valorisation pour obtenir une formule fermée du coût implicite des capitaux propres (le taux de rendement implicite, r). Ce dernier s'exprime alors simplement sous la forme d'une racine carrée fonction du ratio EPS/prix et des deux composantes de croissance de l'EPS.

$$r = \frac{c - 1}{2} + \sqrt{\left(\frac{c - 1}{2}\right)^2 + \frac{eps1}{P_0} \times (g_2 - (c - 1))}$$

Où r désigne le coût implicite des capitaux propres, $\frac{eps1}{P_0}$ le ratio du bénéfice par action attendu l'an prochain sur le prix actuel de l'action, g_2 le taux de croissance à court terme de l'EPS, et $c - 1$ le taux de croissance à long terme asymptotique de l'EPS.

Bien que chacun de ces quatre modèles (Easton, CT, GLS et OJ) repose sur des fondements théoriques distincts, cette analyse empirique n'en privilégie aucun en particulier. Elle s'appuie au contraire sur la moyenne arithmétique de ces quatre estimations du coût implicite du capital, appelée "average cost" dans la base de données. Ce choix méthodologique se justifie par l'absence, dans la littérature, d'une mesure unanimement reconnue comme supérieure aux autres. Le recours à une moyenne permet ainsi d'atténuer les biais potentiels propres à chaque modèle et de fournir une estimation plus robuste du coût du capital.

4.5.2 Variable de contrôle

Afin d'isoler l'effet du décalage entre le discours DEI des entreprises et leurs pratiques effectives sur la performance financière et le coût du capital, plusieurs variables de contrôle sont introduites dans les régressions. Ces variables visent à capter les caractéristiques structurelles des firmes, leur profil de risque, leur environnement informationnel et de marché, ainsi que leur niveau global de performance ESG. Cette approche s'inscrit dans une littérature empirique où les études sur l'ESG mobilisent fréquemment des modèles économétriques et des variables de contrôle comparables (Postiglione et al., 2024; Thewissen et al., 2026).

La sélection de ces variables résulte d'une procédure exploratoire visant à assurer la stabilité et la cohérence des estimations, démarche détaillée en section 4.7. Pour garantir la comparabilité des résultats et limiter tout biais de sélection, l'analyse repose ainsi sur un bloc de variables de contrôle constant pour l'intégralité des régressions. Ce jeu de contrôles, qui retient les variables les plus stables et significatives au fil des spécifications testées afin d'assurer la robustesse des estimations, comprend la taille de l'entreprise, le levier financier, les dépenses en recherche et développement, la volatilité des rendements, l'âge moyen du conseil d'administration ainsi que le score ESG global. D'autres indicateurs de performance et de risque opérationnel, tels que le déclin de l'EPS ou les indicateurs de perte, complètent cet ensemble. Chacune de ces variables est détaillée ci-après.

Ces variables de contrôle sont regroupées en plusieurs catégories. Tout d'abord, les caractéristiques fondamentales de l'entreprise sont prises en compte afin de contrôler les différences structurelles entre firmes (Thewissen et al., 2026).

La taille de l'entreprise est mesurée par le logarithme naturel du total des actifs en fin d'année, noté $\ln_size$. Cette transformation permet de réduire l'asymétrie de la distribution des actifs et de limiter l'influence des très grandes entreprises dans les estimations (Thewissen et al., 2026). Le levier financier (lev) mesure le niveau d'endettement de l'entreprise. Il est calculé comme le total de la dette, à court et à long terme, divisé par le total des actifs à la fin de l'année. Cette variable permet de contrôler l'effet de la structure de capital sur la rentabilité et la performance de l'entreprise (Thewissen et al., 2026; Neji Al-Eid Omri et al., 2025).

L'intensité en R&D, notée *rd_win*, correspond à la version winsorisée de la variable « *R&D* » afin de limiter l'impact des valeurs extrêmes. Elle est calculée comme les dépenses de recherche et développement rapportées au chiffre d'affaires de l'exercice. Cette variable est incluse car les dépenses d'innovation peuvent influencer la performance future de l'entreprise, notamment à travers leurs effets sur l'innovation et la productivité (Thewissen et al., 2026; Saharti, 2025). Enfin, la variable *fin* est mesurée comme la somme de l'endettement net de l'entreprise et des capitaux propres levés, à savoir les émissions nettes d'actions ordinaires et préférentielles ainsi que les émissions nettes de dette à long terme, le tout rapporté au total des actifs à la fin de l'année. Elle est incluse afin de tenir compte de l'intensité du financement externe de la firme (Thewissen et al., 2026; Zimasa & Godfrey, 2025).

Deuxièmement, certaines variables permettent de contrôler le risque et la performance de l'entreprise. L'incertitude est approchée par une mesure de volatilité des rendements boursiers, notée *rolling_stddev*, définie comme l'écart-type des rendements calculés sur une fenêtre glissante. Elle reflète la dispersion des rendements observés sur la période de calcul et constitue un indicateur du niveau d'incertitude perçu par le marché, la littérature récente considère la volatilité des rendements comme un proxy de l'incertitude financière (Thewissen et al., 2026; Gong et al., 2022).

Troisièmement, la variable *loss* est une variable binaire qui est égale à 1 lorsque l'entreprise enregistre un résultat comptable négatif au cours de l'exercice considéré, et à 0 sinon. Elle est incluse dans les régressions pour contrôler la présence de pertes comptables, lesquelles constituent un indicateur de détérioration de la performance financière susceptible d'influencer à la fois le coût du capital et la performance future.

Dans le même ordre d'idée, la variable *eps_decline* est également introduite afin de capter une éventuelle baisse des bénéfices par action au cours de l'année considérée : elle prend la valeur 1 si le bénéfice par action a diminué pendant l'année en cours, et 0 sinon. Elle permet ainsi de contrôler les chocs de performance à court terme susceptibles d'influencer le coût du capital. Par ailleurs, la variable *dispstd_win* correspond à la dispersion des prévisions de bénéfices par action formulées par les analystes financiers, mesurée par l'écart-type de ces prévisions (Kwon et al., 2024). Elle est intégrée dans le modèle afin de contrôler l'incertitude informationnelle perçue par le marché, le désaccord entre analystes agissant comme un déterminant classique du

risque idiosyncratique et, par extension, du coût du capital (Park & Zach, 2025; Liu et al., 2024)

La variable *age_moyen_board* désigne l'âge moyen des membres du conseil d'administration. Elle est utilisée comme variable de contrôle afin de prendre en compte la composition démographique du *board*, en particulier son âge moyen, qui peut traduire des différences d'expérience et de séniorité.

Même si elle ne mesure pas, la diversité d'âge au sens strict, cette variable fournit une information complémentaire sur la structure générationnelle du conseil.

Enfin, un contrôle ESG global est intégré à travers le score du pilier social (*social_pillar_score*), afin de tenir compte du niveau global de performance sociale de l'entreprise. Son inclusion permet de mieux isoler l'effet propre du bluewashing DEI de celui d'un niveau globalement plus élevé ou plus faible de performance sociale (Venturelli et al., 2025).

4.6 Spécification des modèles économétriques

4.6.1 Approche méthodologique et sélection des variables

Pour analyser l'impact du bluewashing DEI sur la performance financière et le coût du capital, l'approche par modèle de données de panel est adoptée, permettant de contrôler l'hétérogénéité individuelle et temporelle des entreprises. Pour commencer, plusieurs combinaisons de variables de contrôle ont été testées pour évaluer leur impact. Cette étape a permis d'identifier les variables qui contribuent de façon stable aux modèles et d'écarter celles qui ne sont pas significatives.

Afin de garantir la cohérence des estimations et la comparabilité des résultats, un bloc fixe de variables de contrôle, identique pour l'ensemble des régressions, a été retenu. Plus précisément, seules les variables qui étaient significatives de manière récurrente dans plus de la moitié des modèles préliminaires testés ont été conservées. Cette démarche vise à limiter le risque de choisir les variables de façon arbitraire et de manipuler les résultats statistiques. En fixant ainsi un groupe restreint de contrôles, la spécification retenue rend la démarche empirique plus transparente et renforce la crédibilité des relations mises en évidence entre le bluewashing DEI, la performance financière et le coût du capital.

4.6.2 Modèle économétrique

L'équation du modèle est la suivante :

$$Y_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{Bluewashing}_{it} + X_{it} + \delta_t + \theta_i + \varepsilon_{it}$$

Où Y_{it} représente la variable dépendante pour l'entreprise i à l'année t , à savoir le Return on Assets (ROA) pour mesurer la performance financière ou le coût implicite du capital (ICC) pour mesurer le coût du capital.

Du côté droit de l'équation, le bluewashing est la principale variable explicative. Celle-ci mesure l'écart entre le discours sur la diversité et les pratiques effectives au sein du conseil d'administration de l'entreprise i à l'année t .

Afin d'obtenir des estimations plus précises, un ensemble de variables de contrôle X_{it} a été inclus. Ces variables sont :

- *ln_size* (taille de l'entreprise) ;
- *lev* (levier financier) ;
- *rd_win* (intensité en R&D winsorisée) ;
- *fin* (intensité de financement externe) ;
- *rolling_stddev* (incertitude/volatilité des rendements) ;
- *loss* (variable binaire de pertes comptables) ;
- *eps_decline* (baisse des bénéfices par action) ;
- *dispstd_win* (dispersion des prévisions d'analystes) ;
- *age_moyen_board* (âge moyen du conseil d'administration) ;
- *social_pillar_score* (score de performance sociale ESG) ;

Le développement détaillé de chaque variable, ainsi que leur justification théorique, se trouvent dans la section 4.5.2.

Le modèle inclut également des effets fixes d'entreprise θ_i c'est-à-dire les caractéristiques inobservées stables dans le temps au sein d'une entreprise et des effets fixes d'année δ_t

correspondant aux chocs macroéconomiques et cycles économiques communs à toutes les entreprises.

Enfin, ε_{it} représente le terme d'erreur aléatoire pour l'entreprise i à l'année t . Les erreurs sont robustes face à l'hétéroscédasticité et regroupées (clusterisées) au niveau de l'entreprise.

4.6.3 Tests de robustesse et validité du modèle

4.6.3.1 Effets fixes entreprise et année

En plus des variables de contrôle, les modèles intègrent des effets fixes d'entreprise et d'année. Les effets fixes d'entreprise permettent de prendre en compte les caractéristiques propres à chaque firme qui restent stables dans le temps et que l'on n'observe pas directement. Les effets fixes d'année, quant à eux, permettent de capter les chocs macroéconomiques et institutionnels qui sont communs à l'ensemble du marché sur la période étudiée.

Pour les effets fixes d'entreprise, un test de Chow a été réalisé sur les six modèles afin d'évaluer la pertinence de leur inclusion. L'objectif principal était de voir si des caractéristiques propres à chaque entreprise, qui restent constantes dans le temps et qu'on n'observe pas directement, exerçaient ou non une influence sur les variables dépendantes. Les résultats du test ont donné une p-value inférieure au seuil de significativité de 0,10, ce qui confirme statistiquement qu'il y a bien un effet spécifique à chaque entreprise.

Par conséquent, afin d'éviter tout biais d'omission et de tenir compte de cette hétérogénéité, des effets fixes par entreprise ont été intégrés et conservés dans l'ensemble des modèles finaux.

De manière complémentaire, la nécessité d'inclure des effets fixes d'année a été vérifiée à l'aide d'un test conjoint de significativité. La p-valeur de ce test s'avérant inférieure à 0,10, ces effets ont été intégrés au modèle afin de neutraliser les variations communes à l'ensemble des firmes. Dans ce contexte, la combinaison des effets fixes d'entreprise et d'année contribue à absorber à la fois les caractéristiques structurelles inobservées spécifiques à chaque entreprise ainsi que les chocs communs liés à l'environnement économique, réglementaire ou de marché (Saharti, 2025).

4.6.3.2 Vérification de l'absence de multi-colinéarité

Afin de garantir la validité et la robustesse des régressions linéaires estimées sur données de panel, plusieurs tests préalables ont été menés sur les modèles finaux. Dans un premier temps, un test de multi-colinéarité a été réalisé à l'aide du facteur d'inflation de la variance (Variance Inflation Factor, VIF), afin de vérifier que les variables de contrôle retenues ne présentent pas de redondance entre elles. Ce test permet de vérifier dans quelle mesure la variance d'un coefficient estimé est gonflée de façon artificielle par la corrélation entre variables indépendantes. En pratique, des valeurs de VIF proches de 1 signifient qu'il n'y a pas de multi-colinéarité. En revanche, si l'indicateur est supérieur à 10, cela veut dire qu'il y a colinéarité et qu'il faut retirer les variables redondantes du modèle. Dans l'échantillon, les valeurs observées restent en dessous du seuil critique, ce qui indique l'absence de multi-colinéarité problématique et rend possible l'inclusion simultanée des variables de contrôle sans compromettre la stabilité ni la fiabilité des estimations.

4.6.3.3 Test de normalité

Dans le but de compléter les diagnostics préalables aux régressions, un test de normalité a été appliqué. Ce test permet d'évaluer si les erreurs issues des modèles s'écartent significativement d'une loi normale, ce qui constitue un indicateur de la régularité statistique des données mobilisées. Les résultats obtenus montrent que les erreurs des six modèles suivent globalement une distribution proche de la normalité. Cette régularité des distributions statistiques facilite l'estimation des modèles et renforce la fiabilité de l'interprétation des coefficients. En conséquence, aucune transformation supplémentaire des variables n'a été jugée nécessaire à ce stade.

4.6.3.4 Test d'hétéroscédasticité

Afin de compléter les diagnostics préalables aux régressions, un test d'hétéroscédasticité de White a été appliqué aux six modèles estimés. Ce test permet de vérifier l'hypothèse d'homoscédasticité des résidus, selon laquelle la variance du terme d'erreur reste constante à travers les observations. Autrement dit, l'hypothèse nulle du test postule l'homoscédasticité, tandis que l'hypothèse alternative suppose l'hétéroscédasticité.

Dans cette étude, la p-valeur s'étant révélée inférieure au seuil de significativité de 0,10 l'hypothèse nulle a été rejetée. Les résultats montrent donc la présence d'hétéroscédasticité dans les six modèles. Ce constat justifie l'utilisation d'écarts-types robustes, qui servent à corriger les

estimateurs, à préserver la fiabilité de l'inférence statistique et à limiter les biais potentiels dans l'évaluation de la significativité des coefficients.

4.6.3.5 Test d'autocorrélation

Pour finir un test d'autocorrélation de Wooldridge sur données de panel (Wooldridge test for panel data) a également été réalisé afin de s'assurer de la validité des estimations. Étant donné que la base de données suit les mêmes entreprises au fil du temps, il était nécessaire de vérifier la présence d'autocorrélation. Ce phénomène apparaît lorsque les erreurs d'estimation d'une période sont corrélées avec celles des périodes précédentes, ce qui remet en cause l'hypothèse d'indépendance des résidus.

Pour tester cela, ce test spécifique a été appliqué aux six modèles estimés. L'hypothèse nulle postule l'absence d'autocorrélation, tandis que l'hypothèse alternative indique la présence d'une autocorrélation. Les résultats ayant mis en évidence une p-value inférieure au seuil de significativité retenu de 0,10, cette hypothèse a été rejetée, confirmant ainsi la présence d'autocorrélation dans les six modèles.

Afin de réduire l'impact de cette autocorrélation dans les modèles, une estimation avec des erreurs-types « clustérisées » au niveau de l'entreprise a été retenue. Cette correction permet de prendre en compte la corrélation des erreurs à l'intérieur d'une même firme, tout en maintenant l'indépendance des résidus entre entreprises distinctes. Elle présente également l'avantage de fournir des erreurs-types robustes, ce qui contribue à fiabiliser l'inférence statistique.

5 Résultats empiriques

5.1 Statistiques descriptives

5.1.1 Description des variables de discours DEI

La variable de discours DEI mesure la proportion de mots interdits, définis comme les termes de la liste de référence, par rapport à l'ensemble des mots contenus dans les rapports annuels des entreprises. Exprimée en pourcentage, cette variable atteint en moyenne 1,11% dans l'échantillon, avec un minimum de 0,05% et un maximum proche de 10%. Enfin, sur la base de cette variable, les observations sont classées en déciles afin de comparer les entreprises selon l'intensité de leur discours.

Tableau 5.1 - Statistiques descriptives des variables de discours DEI.

Variables	(1) N	(2) mean	(3) sd	(4) min	(5) max
Discours DEI	2,835	1.11	0.598	0.05	9.79

5.1.2 Description des variables de diversité du conseil d'administration

Les statistiques descriptives des variables de diversité du conseil d'administration mettent en évidence une forte concentration de valeurs nulles au sein de l'échantillon. Ainsi, une part significative des entreprises ne compte aucune femme au sein de leur conseil : 46,2% des observations présentent une proportion de femmes égale à zéro. Ce même constat s'applique à la représentation des administrateurs noirs, puisque 41,5% des conseils n'en comptent aucun. Le constat est comparable, voire plus marqué, pour les administrateurs asiatiques, pour lesquels la proportion de valeurs nulles demeure très élevée. Cette configuration constitue une limite importante de la base de données et signifie que les résultats empiriques doivent être interprétés dans un contexte où l'absence de diversité au sein des conseils d'administration demeure fréquente.

Comme pour la variable de discours DEI, les variables de diversité sont exprimées en pourcentage, après multiplication des ratios initiaux par 100, afin de faciliter l'interprétation des résultats. En moyenne, les femmes représentent 13% des membres du conseil d'administration, avec une valeur minimale de 0% et un maximum de 71%, ce qui traduit une forte hétérogénéité d'une entreprise à l'autre. La part des administrateurs noirs s'élève en

moyenne à 7,1%, avec des valeurs comprises entre 0% et 33%. La représentation des administrateurs asiatiques demeure encore plus marginale, avec une moyenne de 1,6%, un minimum de 0% et un maximum de 44,4%. Dans l'ensemble, ces statistiques mettent en évidence une diversité encore limitée dans de nombreuses entreprises, tout en révélant une certaine dispersion entre les observations. Le tableau 5.2 présente ces résultats de manière synthétique.

Tableau 5.2 - Statistiques descriptives des variables de diversité du CA.

Variables	(1) N	(2) mean	(3) sd	(4) min	(5) max
Proportion de femmes	2,342	13.1	14.4	0	71.4
Proportion de noires	2,078	7.13	7.04	0	33.3
Proportion d'asiatiques	2,078	1.69	4.44	0	44.4

Sur base de ces variables de discours et de diversité, trois gaps ont été créées. Ces écarts ont été obtenus en calculant la différence entre le décile du discours DEI de chaque entreprise et le décile de la diversité réelle notamment pour les femmes, les administrateurs noirs et les administrateurs asiatiques. Le tableau 5.3 présente les statistiques descriptives associées à chacun des gaps.

Tableau 5.3 - Statistiques descriptives des variables d'écart entre le discours et la diversité effective.

Variables	(1) N	(2) mean	(3) sd	(4) min	(5) max
gap_female	2,342	1.096	4.114	-9	9
gap_black	2,078	0.935	4.096	-9	9
gap_asian	2,078	3.309	3.882	-9	9

L'analyse des statistiques descriptives de ce tableau montre plusieurs tendances concernant l'écart entre les déclarations des entreprises et leurs pratiques réelles. En ce qui concerne la représentation féminine, on peut observer que le gap moyen se situe aux alentours d'une unité. Ce résultat indique qu'en moyenne il n'y a pas de grand écart entre ce que les entreprises proclament et la proportion réelle de femmes qui siègent aux conseils d'administration. Toutefois, l'analyse des valeurs minimales et maximales montre l'existence de situations

extrêmes : certaines entreprises affichent un discours fortement orienté vers l'inclusion alors qu'elles ont très peu de femmes au conseil, tandis que d'autres font l'inverse.

Ensuite, la comparaison entre les minorités met en évidence des dynamiques distinctes. Les écarts concernant les administrateurs noirs sont, en moyenne, les plus faibles de l'échantillon. À l'inverse, les gaps les plus importants observés en moyenne concernent la représentation des administrateurs asiatiques.

5.2 Résultats de régression

5.2.1 Effets du bluewashing sur la performance financière (ROA)

Tableau 5.4 : Effets du bluewashing sur la performance financière (ROA)

Variables	(1) ROA	(2) ROA	(3) ROA
gap_female	0.003 (0.046)		
gap_asian		-0.029 (0.066)	
gap_black			0.035 (0.047)
loss	-6.812*** (0.657)	-7.254*** (0.738)	-7.256*** (0.741)
fin	-0.073*** (0.027)	-0.090*** (0.032)	-0.090*** (0.032)
lev	-0.020 (0.027)	-0.024 (0.030)	-0.024 (0.029)
rolling_stddev	-0.284*** (0.110)	-0.280** (0.114)	-0.278** (0.114)
eps_decline	-2.538*** (0.229)	-2.548*** (0.247)	-2.549*** (0.244)
ln_size	1.061** (0.496)	1.193** (0.561)	1.217** (0.555)
rd_win	-0.482*** (0.122)	-0.537*** (0.134)	-0.536*** (0.133)
dispstd_win	-80.085** (32.105)	-88.897*** (34.284)	-89.139*** (34.336)
social_pillar_score	0.079 (0.113)	0.075 (0.116)	0.081 (0.116)
age_moyen_board	-0.156** (0.065)	-0.189*** (0.071)	-0.187*** (0.070)
Constant	9.816 (6.179)	9.778 (7.446)	9.393 (7.281)
Observations	1,966	1,777	1,777
R-squared	0.771	0.767	0.767

Year FE	YES	YES	YES
Company FE	YES	YES	YES

Clustered standard errors in parentheses

*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

Les résultats ne permettent pas de mettre en évidence un effet statistiquement significatif du bluewashing sur la performance financière comptable, mesurée par le ROA. D'un point de vue économique, les coefficients liés aux trois gaps s'avèrent également négligeables. En ce qui concerne le gap féminin, une augmentation d'un point de décile est associée à une variation de 0,003 point de pourcentage du ROA, soit 0,06% de la moyenne de l'échantillon (5,03%). Le gap de représentation des administrateurs noirs affiche un impact légèrement plus marqué : une augmentation d'un point de décile est associée à une variation de 0,035 point de pourcentage du ROA, soit 0,70% de la moyenne. Quant au gap asiatique, l'effet s'exerce en sens inverse : une augmentation d'un point de décile s'accompagne d'une réduction de 0,029 point de pourcentage du ROA, ce qui équivaut à 0,58% de la moyenne de l'échantillon. Ces trois effets demeurent toutefois économiquement marginaux et statistiquement non significatifs. Ainsi, les résultats ne permettent pas de confirmer l'hypothèse selon laquelle un niveau plus élevé de désalignement entre le discours DEI et les pratiques de diversité au sein du conseil d'administration est associé à une performance financière plus faible. En revanche, plusieurs variables de contrôle, notamment *loss*, *fin*, *rolling_stddev*, *eps_decline*, *ln_size*, *rd_win*, *dispstd_win*, et *age_moyen_board* présentent des effets significatifs, ce qui indique que la performance comptable est davantage liée à des caractéristiques financières, de risque et de gouvernance qu'à des écarts entre discours DEI et pratiques effectives du conseil.

Enfin, le modèle présente un pouvoir explicatif élevé, puisque les trois régressions expliquent environ 77% de la variation intra-entreprise du ROA. Ce résultat révèle aussi que la proportion de variance inexpliquée reste relativement faible (environ 23%), ce qui laisse supposer que les déterminants retenus pour l'étude sont bien adaptés et pertinents pour analyser les variations du rendement des actifs (ROA) au sein des entreprises étudiées.

5.2.2 Effets du bluewashing sur le coût du capital

Tableau 5.5 : Effets du bluewashing sur le coût du capital

Variables	(1) average coc win	(2) average coc win	(3) average coc win
gap_female	-0.002** (0.001)		
gap_black		-0.000 (0.001)	
gap_asian			0.000 (0.001)
loss	0.011 (0.009)	0.007 (0.011)	0.007 (0.011)
fin	0.000 (0.000)	0.000 (0.000)	0.000 (0.000)
lev	0.001*** (0.000)	0.001*** (0.000)	0.001*** (0.000)
rolling_stddev	0.001 (0.001)	0.001 (0.001)	0.001 (0.001)
eps_decline	-0.003 (0.003)	-0.003 (0.004)	-0.003 (0.004)
ln_size	-0.008 (0.006)	-0.007 (0.007)	-0.007 (0.007)
rd_win	0.000 (0.002)	-0.000 (0.002)	-0.000 (0.002)
dispstd_win	-0.067 (0.115)	0.032 (0.151)	0.031 (0.151)
social_pillar_score	-0.002 (0.002)	-0.002 (0.002)	-0.002 (0.002)
age_moyen_board	-0.000 (0.001)	-0.000 (0.001)	-0.000 (0.001)
Constant	0.136* (0.078)	0.180** (0.086)	0.178** (0.086)
Observations	1,966	1,777	1,777
R-squared	0.622	0.566	0.566
Year FE	YES	YES	YES
Company FE	YES	YES	YES

Clustered standard errors in parentheses

*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

Les résultats montrent que le coefficient associé au gap de diversité féminine est négatif et statistiquement significatif au seuil de 5%. Autrement dit, une augmentation d'un point de décile du gap entre le discours DEI et la représentation féminine effective au conseil d'administration est associée à une diminution de 0,2 point de pourcentage du coût du capital moyen winsorisé. Ce résultat est contraire à l'hypothèse initiale, selon laquelle un niveau plus

élevé de désalignement entre le discours DEI et les pratiques de diversité au sein du conseil d'administration est associé à un coût du capital implicite plus élevé.

En ce qui concerne la diversité ethnique, les coefficients associés au gap de représentation des administrateurs noirs et asiatiques ne sont pas statistiquement significatifs. Ces résultats ne permettent donc pas de montrer un effet du bluewashing ethnique sur le coût du capital. Néanmoins, parmi les variables de contrôle le levier financier (*lev*) ressort significatif et positif dans les trois modèles, ce qui indique qu'un endettement plus élevé est associé à un coût du capital plus élevé, ce qui est cohérent avec la littérature financière.

5.3 Analyse de sensibilité

Cette section propose une analyse de sensibilité ayant pour but de tester la robustesse des résultats principaux en introduisant des caractéristiques supplémentaires des entreprises. L'objectif est d'analyser si l'impact du bluewashing sur la performance financière et le coût du capital varie selon la taille de l'entreprise et l'âge moyen du conseil d'administration.

Dans la littérature, la taille de l'entreprise est souvent présentée comme un déterminant potentiel de la relation entre pratiques ESG/DEI et performance financière. Les grandes entreprises disposent généralement de ressources plus importantes pour mettre en place des politiques DEI, communiquer auprès des investisseurs et gérer leur réputation, tandis que les petites entreprises sont souvent moins visibles et moins exposées aux attentes des parties prenantes en matière de diversité (Postiglione et al., 2024; Yang & Yang, 2025).

Les analyses de sensibilité menées par quartiles de taille d'entreprise confirment dans l'ensemble la robustesse des résultats principaux. Pour le ROA, quel que soit le sous-échantillon considéré, les coefficients associés aux trois gaps restent non significatifs (voir tableau 5.8, 5.9 et 5.10 en annexe 2) et leur faible amplitude confirme l'absence d'effet économique notable du bluewashing sur la performance comptable, quelle que soit la taille de l'entreprise. En ce qui concerne le coût du capital, les résultats restent cohérents avec l'analyse principale : seul le gap féminin présente un coefficient négatif et significatif dans le deuxième quartile de taille ($\beta = -0.003$, $p < 0.05$) (voir tableau 5.6 ci-dessous), tandis que les gaps noir et asiatique demeurent non significatifs dans l'ensemble des sous-échantillons (voir tableau 5.11 et 5.12 en annexe 2). Ces résultats montrent que l'effet du gap féminin sur le coût du capital est davantage concentré parmi les entreprises de taille intermédiaire, ce qui pourrait indiquer que ces entreprises sont

plus soumises aux attentes des investisseurs en matière de gouvernance que les très petites ou très grandes entreprises.

L'âge moyen du conseil peut également jouer un rôle dans la relation entre le bluewashing et la performance financière. Un conseil d'administration plus âgé peut être associé à plus d'expérience, de stabilité et de prudence dans la prise de décision, ce qui peut avoir un impact sur la façon dont les signaux DEI sont émis et interprétés. À l'inverse, un conseil plus jeune peut être perçu comme plus réactif aux enjeux de diversité et d'inclusion, et donc potentiellement plus enclin à aligner les discours sur les pratiques effectives. Pour voir si l'effet du bluewashing varie selon la composition générationnelle des conseils, les entreprises sont divisées en deux groupes selon la médiane de l'âge moyen du conseil, fixée à 54,67 ans, entre conseils jeunes et conseils expérimentés. Les analyses de sensibilité selon l'âge moyen du conseil confirment la robustesse des résultats principaux. Pour le ROA, les coefficients associés aux trois gaps demeurent non significatifs dans les deux sous-échantillons (voir tableau 5.13, 5.14 et 5.15 en annexe 3), quel que soit le profil générationnel du conseil. Concernant le coût du capital, les gaps noir et asiatique ne présentent pas de coefficient statistiquement significatif dans les deux sous-échantillons (voir tableau 5.16 et 5.17 en annexe 3). En revanche, le gap féminin affiche un coefficient négatif et significatif dans les deux groupes ($\beta = -0.002$, $p < 0.1$) (voir tableau 5.7 ci-dessous). Ces résultats suggèrent que l'effet réducteur du gap féminin sur le coût du capital est robuste indépendamment du profil générationnel du conseil d'administration.

Tableau 5.6 : Analyse de sensibilité par taille d'entreprise - Effet du gap féminin sur le coût du capital

VARIABLES	(1) average coc win	(2) average coc win	(3) average coc win	(4) average coc win
gap_female	-0.001 (0.003)	-0.003** (0.001)	-0.001 (0.001)	-0.001 (0.001)
Constant	0.137 (0.237)	0.195 (0.254)	0.359* (0.200)	0.127 (0.149)
Observations	329	415	541	528
R-squared	0.603	0.686	0.711	0.644
<u>Control variables</u>				
(a)	YES	YES	YES	YES
Year FE	YES	YES	YES	YES
Company FE	YES	YES	YES	YES

Clustered standard errors in parentheses

*** $p < 0.01$, ** $p < 0.05$, * $p < 0.1$

Note : (1) = 1^{er} quartile petites entreprises (25% les plus petites) ; (2) = 2^{ème} quartile (25%-50%) ; (3) = 3^{ème} quartile (50%-75%) ; (4) = 4^{ème} quartile grandes entreprises (25% les plus grandes).

^(a) Variables de contrôle: loss, fin, lev, rolling_stddev, eps_decline, ln_size, rd_win, dispstd_win, social_pillar_score, age_moyen_board.

Tableau 5.7 : Analyse de sensibilité par âge moyen du conseil d'administration – Effet du gap féminin sur le coût du capital

VARIABLES	(1) average_coc_win	(2) average_coc_win
gap_female	-0.002* (0.001)	-0.002* (0.001)
Constant	0.122 (0.106)	0.167 (0.129)
Observations	946	927
R-squared	0.662	0.617
<u>Control variables</u> ^(a)	YES	YES
Year FE	YES	YES
Company FE	YES	YES

Clustered standard errors in parentheses

*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

Note : (1) = Conseils jeunes (âge moyen < 54,67 ans) ; (2) = Conseils expérimentés (âge moyen ≥ 54,67 ans).

^(a) Variables de contrôle : loss, fin, lev, rolling_stddev, eps_decline, ln_size, rd_win, dispstd_win, social_pillar_score, age_moyen_board.

6 Discussion

6.1 Synthèse des résultats principaux

Les résultats montrent que le bluewashing n'a pas d'effet significatif sur la performance comptable mesurée par le ROA. En revanche, un certain nombre de variables de contrôle ont un effet significatif, suggérant que la performance comptable dépend plus de facteurs financiers, de risque et de gouvernance.

Concernant le coût du capital, seul le gap de diversité féminine se révèle significatif, avec un effet qui va à l'encontre de l'hypothèse initiale. Les gaps liés à la diversité noire et asiatique ne sont pas significatifs. Ces résultats indiquent donc que l'effet du bluewashing varie selon la dimension de la diversité considérée.

6.2 Interprétation et mécanismes explicatifs

Les résultats empiriques suggèrent que l'effet du bluewashing sur la performance des entreprises diffère selon la variable dépendante considérée. En termes de performance comptable, mesurée par le ROA, aucun des écarts de diversité analysés ne se révèle statistiquement significatif. Cela signifie que le désalignement entre le discours DEI et les pratiques de diversité au sein du conseil d'administration ne semble pas se traduire, à court terme, par une baisse de la rentabilité comptable. Une interprétation possible est que le bluewashing est une stratégie de communication externe des entreprises qui peut affecter d'abord la réputation, la perception des investisseurs ou le coût du capital sans se traduire immédiatement dans la rentabilité comptable.

De plus, le ROA est une variable qui capture surtout la performance opérationnelle et financière de court terme, alors que l'effet du bluewashing peuvent se manifester de manière plus lente, indirecte ou plus différée.

A l'inverse, les résultats obtenus pour le coût du capital montrent une dynamique différente. Le gap de diversité féminine est significatif et négatif, ce qui suggère qu'un désalignement plus marqué entre le discours DEI et la représentation féminine effective au sein du conseil est associé à un coût du capital plus faible.

Ce résultat, contraire à l'hypothèse initiale, peut s'interpréter comme le signe que les investisseurs perçoivent le discours DEI comme un signal d'engagement futur, même en l'absence de pratiques immédiates. Les investisseurs anticipent ainsi un ajustement plutôt que de sanctionner l'écart. Il est également possible que les marchés financiers ne soient pas encore suffisamment sensibles au bluewashing pour le sanctionner via le coût du capital. Une autre explication possible tient au fait que l'étude couvre la période 1999-2021, durant laquelle la sensibilité des investisseurs aux enjeux ESG et DEI était encore émergente.

En revanche, les gaps associés à la représentation des administrateurs noirs et asiatiques ne sont pas statistiquement significatifs dans les modèles du coût du capital. Cette absence de significativité peut s'expliquer par plusieurs facteurs. D'une part, ces dimensions de diversité ethnique sont peut-être moins visibles ou moins fortement intégrées dans les mécanismes

d'évaluation des investisseurs. D'autre part, sur la période étudiée, la diversité ethnique au sein des conseils d'administration américains était encore très limitée, ce qui réduit la variation observable dans les données et peut limiter la capacité du gap ethnique à avoir un effet mesurable sur le coût du capital.

Par ailleurs, Les variables de contrôle confirment que les résultats ne peuvent pas être attribués au seul effet du bluewashing. Le levier financier apparaît systématiquement comme un déterminant positif du coût du capital, ce qui est cohérent avec la littérature financière classique : un endettement plus élevé augmente le risque perçu par les investisseurs et se traduit par un coût du capital plus élevé. De même, dans les modèles du ROA, plusieurs variables de contrôle liées aux pertes, à l'incertitude, à la structure financière et aux caractéristiques du conseil ont des effets significatifs, ce qui montre que la performance comptable dépend davantage de facteurs financiers et de gouvernance plus larges que des écarts entre discours DEI et pratiques effectives.

Dans l'ensemble, ces résultats suggèrent que le bluewashing n'opère pas nécessairement comme un mécanisme uniforme de dégradation de la performance. Son effet semble dépendre à la fois de la nature de la diversité considérée, du type de performance observée et du canal par lequel le marché réagit à ces signaux. Le fait que le ROA ne réagisse pas significativement aux gaps de diversité, alors que le coût du capital est sensible au gap féminin, indique que le bluewashing pourrait agir davantage sur la perception externe des investisseurs que sur la performance opérationnelle interne. Cette distinction appuie l'idée que le désalignement entre discours et pratiques de diversité est potentiellement plus pertinent pour comprendre les mécanismes de valorisation financière que pour expliquer la rentabilité comptable à court terme.

Pour conclure, les résultats empiriques ne corroborent pas les hypothèses initiales. En effet, aucun lien statistiquement notable n'est observé entre l'écart en termes de DEI et la performance comptable (ROA), **ce qui conduit à rejeter l'hypothèse H2.** De plus, **l'hypothèse H1 est également rejetée**, étant donné que les gaps de diversité ethnique ne sont pas significatifs et que le gap de diversité féminine est associé par un coût du capital plus faible, à l'inverse de l'effet escompté.

6.3 Comparaison avec la littérature existante

Les résultats de cette étude rejoignent en partie ce que les études précédentes ont révélé mais avec quelques nuances. D'une part, ils confirment l'idée que l'impact de la diversité sur la performance financière n'est pas uniforme et varie selon la dimension de diversité considérée ainsi que selon l'indicateur de performance retenu. Cette hétérogénéité des résultats a déjà été soulignée dans les recherches sur la diversité des organes de gouvernance, montrant que ses effets peuvent varier selon le type de diversité étudié, du contexte de gouvernance et la manière dont elle influence les décisions organisationnelles.

Dans cette perspective, l'absence d'effet significatif du bluewashing sur le ROA rejoint les résultats de certaines études qui mettent en évidence une relation faible, voire inexistante, entre les signaux de diversité et la performance comptable à court terme.

Toutefois, les résultats relatifs au coût du capital sont différents. Bien que la littérature suggère qu'un désalignement entre le discours et les pratiques effectives peut altérer la perception des investisseurs et augmenter le risque perçu, les résultats de cette étude révèlent un effet négatif et significatif du gap de diversité féminine sur le coût du capital. Ce résultat suggère que, loin d'être sanctionné, le bluewashing fondé sur la diversité de genre peut au contraire être financièrement rentable, notamment en s'accompagnant d'un coût du capital plus faible. Autrement dit, les entreprises qui affichent un discours DEI plus ambitieux que leurs pratiques effectives de diversité de genre semblent bénéficier d'un environnement de financement plus favorable. Cela pourrait expliquer pourquoi certaines entreprises ont intérêt à adopter un discours DEI très visible, même lorsque les progrès en matière de diversité effective restent limités.

En revanche, les gaps liés à la diversité ethnique ne sont pas significatifs, ce qui ne permet pas de confirmer l'existence d'un effet du bluewashing ethnique sur le coût du capital. Cette absence de significativité peut s'expliquer par des travaux qui soulignent que les réactions du marché varient selon la visibilité et la lisibilité des signaux de gouvernance. Les dimensions de diversité ethnique peuvent ainsi être moins immédiatement perceptibles pour les investisseurs ou moins directement intégrées dans les mécanismes d'évaluation financière que la diversité de genre. Les résultats obtenus nuancent donc l'idée d'un effet homogène du bluewashing et

montrent que les marchés ne réagissent pas de manière identique à toutes les formes de désalignement entre discours DEI et pratiques effectives.

Dans l'ensemble, ces résultats se joignent à la littérature sur la diversité et la gouvernance en montrant que l'impact des signaux DEI dépend du canal de performance observé. Alors que la performance comptable ne semble pas affectée par le bluewashing, le coût du capital se révèle plus sensible à certaines dimensions du désalignement, notamment au gap féminin. Cette différence entre les deux indicateurs de performance suggère que le bluewashing agit plus à travers les perceptions externes des investisseurs et les mécanismes de valorisation financière qu'à travers la rentabilité opérationnelle à court terme. Ainsi, l'étude contribue à la littérature en montrant que le lien entre le discours DEI la diversité effective et la performance financière ne peut pas être appréhendé de manière uniforme, mais doit être envisagé à travers les spécificités de chaque dimension de diversité et de chaque indicateur de performance.

7 Conclusion

7.1 Résumé des principaux résultats

Les résultats de cette étude montrent que le bluewashing n'a pas d'effet significatif sur la performance comptable, mesurée par le ROA. En revanche, il est associé à un coût du capital plus faible lorsque le désalignement porte sur la diversité féminine.

À l'inverse, les gaps liés à diversité ethnique ne sont pas significatifs. En général, les résultats indiquent que l'effet du bluewashing varie selon la dimension de la diversité considérée et selon l'indicateur de performance utilisé.

7.2 Réponse à la question de recherche

Cette recherche avait pour but d'analyser si le bluewashing, défini comme l'écart entre le discours DEI et les pratiques effectives, a un impact sur la performance financière et le coût du capital des entreprises américaines. Cependant, les résultats montrent que cet effet n'est pas uniforme. Le bluewashing ne semble pas influencer de façon significative la performance comptable mesurée par le ROA, mais il est associé à une diminution du coût du capital lorsque le désalignement concerne la diversité de genre. En revanche, les résultats n'indiquent pas d'effet significatif pour les gaps liés à la diversité ethnique. La réponse à la question de recherche est donc partielle : l'effet du bluewashing dépend à la fois de la dimension de diversité considérée et de l'indicateur de performance retenu.

7.3 Limites de l'étude

Cette étude comporte plusieurs limites qu'il convient de souligner afin de mieux encadrer l'interprétation des résultats. La première limite tient à la construction du gap par déciles, ce qui peut être problématique pour les dimensions où la représentation est très faible et concentrée sur des zéros (diversité noire et asiatique), réduisant la précision de l'indicateur. Par ailleurs, la mesure du discours DEI se base uniquement sur la fréquence d'occurrences de termes inclusifs tirés d'une liste prédéfinie, sans tenir compte du contexte ni de la tonalité des propos, ce qui limite la capacité de l'indicateur à saisir pleinement la réalité du bluewashing.

La deuxième limite réside dans la période d'observation, qui couvre un intervalle de temps long, de 1991 à 2021. Sur une telle période, la sensibilité des investisseurs aux enjeux ESG et DEI a évolué de manière considérable et peut masquer d'éventuelles hétérogénéités selon les sous-périodes. Les résultats obtenus reflètent donc des effets moyens sur l'ensemble de la période, sans permettre de distinguer les dynamiques avant et après l'essor des préoccupations ESG dans les décisions d'investissement. Il faut donc tenir compte de cette dimension temporelle dans l'interprétation des estimations.

Enfin, la portée externe des résultats reste limitée par le fait que l'échantillon est constitué principalement d'entreprises américaines. Or, les cadres institutionnels, les normes de gouvernance, les exigences réglementaires et les attentes des investisseurs en matière de diversité varient d'un pays à l'autre. Les résultats ne sont donc pas nécessairement généralisables à d'autres contextes nationaux ou régionaux. Cette limite invite à interpréter les conclusions avec prudence et suggère la nécessité d'entreprendre des travaux comparatifs dans d'autres environnements institutionnels.

7.4 Voies de recherches futures

Les limites identifiées ouvrent la voie à plusieurs perspectives de recherche. De futures études pourraient, dans un premier temps, améliorer la mesure du bluewashing en s'appuyant sur des méthodes d'analyse textuelle plus avancées, capables de mieux prendre en compte le contexte et la tonalité du discours. Elles pourraient également étendre l'analyse à d'autres formes de diversité afin de mieux comprendre les multiples dimensions du désalignement entre le discours et les pratiques. Une extension à d'autres pays permettrait en outre de tester la solidité des résultats dans des contextes institutionnels différents. Enfin, des recherches futures pourraient s'intéresser à l'évolution du bluewashing dans le temps et mobiliser d'autres indicateurs de

performance ou des méthodes économétriques mieux adaptées afin d'établir plus solidement des liens de causalité.

Ces évolutions peuvent donc soulever les questions suivantes : dans quelle mesure les marchés financiers tiendront-ils davantage compte, à l'avenir, des signes d'un décalage entre discours et pratique en matière de diversité ? le bluewashing fera-t-il objet d'une attention plus poussée et d'éventuelles sanctions de la part des investisseurs ? le bluewashing est-il une mode passagère ou un facteur durable d'évaluation des entreprises ?

8 Références

- Balakrishnan, K., Copat, R., De la Parra, D., & Ramesh, K. (2023). Racial Diversity Exposure and Firm Responses Following the Murder of George Floyd. *Journal of Accounting Research*, 61(3), 1-68. <https://doi.org/10.1111/1475-679X.12484>
- Bonetti, P., Cho, C. H., & Michelon, G. (2024). Environmental Disclosure and the Cost of Capital : Evidence from the Fukushima Nuclear Disaster. *European Accounting Review*, 33(5), 1-30. <https://doi.org/10.1080/09638180.2023.2203410>
- Chen, A. Y., Dechow, P. M., & Tan, S. T. (2026). Corporate response to the Black Lives Matter movement : Determinants of speaking out in support of social causes. *Review of Accounting Studies*, 1-56. <https://doi.org/10.1007/s11142-026-09951-6>
- Claus, J., & Thomas, J. (2001). Equity Premia as Low as Three Percent ? Evidence from Analysts' Earnings Forecasts for Domestic and International Stock Markets. *The Journal of Finance*, 56(5), 1-38. <https://doi.org/10.1111/0022-1082.00384>
- Easton, P. D. (2004). PE Ratios, PEG Ratios, and Estimating the Implied Expected Rate of Return on Equity Capital. *The Accounting Review*, 79(1), 1-23. ABI/INFORM Collection ; International Bibliography of the Social Sciences (IBSS) (218575618).
- Gebhardt, W. R., Lee, C. M. C., & Swaminathan, B. (2001). Toward an Implied Cost of Capital. *Journal of Accounting Research*, 39(1), 1-42. <https://doi.org/10.1111/1475-679X.00007>
- Gillberg, N. (2024). Online corporate communication of diversity and inclusion : Washing as aspirational talk. *Equality, Diversity and Inclusion : An International Journal*, 43(9), 1-17. <https://doi.org/10.1108/EDI-08-2023-0250>
- Gong, X., Zhang, W., Xu, W., & Li, Z. (2022). Uncertainty index and stock volatility prediction : Evidence from international markets. *Financial Innovation*, 8(1), 1-44. <https://doi.org/10.1186/s40854-022-00361-6>
- Kwon, K., Zhou, M., Wang, T., Cheng, X., & Qiao, Z. (2024). Tone complexity and analyst forecast behaviors : Evidence from earnings conference calls. *Asian Review of Accounting*, 32(3), 1-30. <https://doi.org/10.1108/ARA-01-2023-0009>

- Liu, X., Yang, Q., Wei, K., & Dai, P.-F. (2024). ESG rating disagreement and idiosyncratic return volatility : Evidence from China. *Research in International Business and Finance*, 70, 1-16. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2024.102368>
- Neji Al-Eid Omri, Neffati, N., & Guenichi, H. (2025). Modeling the relationship between leverage and firm performance: A threshold analysis using the PSTR model. *Managerial Finance*, 51(2), 1-22. <https://doi.org/10.1108/MF-07-2024-0500>
- Ohlson, J. A., & Juettner-Nauroth, B. E. (2005). Expected EPS and EPS Growth as Determinantsof Value. *Review of Accounting Studies*, 10(2-3), 1-18. <https://doi.org/10.1007/s11142-005-1535-3>
- Park, M., & Zach, T. (2025). Analysts' forecasting models and uncertainty about the past. *Review of Accounting Studies*, 30(3), 1-43. <https://doi.org/10.1007/s11142-025-09898-0>
- Portocarrero, S., & Carter, J. T. (2022). Diversity initiatives in the US workplace : A brief history, their intended and unintended consequences. *Sociology Compass*, 16(7), 1-12. <https://doi.org/10.1111/soc4.13001>
- Postiglione, M., Carini, C., & Falini, A. (2024). ESG and firm value : A hybrid literature review on cost of capital implications from Scopus database. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 31(6), 1-24. <https://doi.org/10.1002/csr.2940>
- Saha, R., Md Nurul Kabir, Hossain, S. A., & Sheikh Mohammad Rabby. (2024). Impact of Diversity and Inclusion on Firm Performance : Moderating Role of Institutional Ownership. *Journal of Risk and Financial Management*, 17(8), 1-20. <https://doi.org/10.3390/jrfm17080344>
- Saharti, M. (2025). R&D and Innovation and Its Impact on Firm Performance and Market Value : Panel Evidence from G7 Economies. *Economies*, 13(9), 1-19. <https://doi.org/10.3390/economies13090254>
- Thewissen, J., Shrestha, P., Arslan-Ayaydin, Ö., & Beibei, Y. (2026). Topics That Matter : ESG Reports and Information Asymmetry. *Journal of Financial Research*, 1-54. <https://doi.org/10.1111/jfir.70053>

- Venturelli, V., Pedrazzoli, A., Pennetta, D., & De Novellis, G. (2025). Assessing the influence of ESG washing on bank reputational exposure : A cross-country analysis. *Business Ethics, the Environment & Responsibility*, 34(4), 1-21. <https://doi.org/10.1111/beer.12727>
- Xu, M., Tse, Y. K., Geng, R., Liu, Z., & Potter, A. (2025). Greenwashing and market value of firms : An empirical study. *International Journal of Production Economics*, 284, 1-11. <https://doi.org/10.1016/j.ijpe.2025.109606>
- Yang, Z., & Yang, Z. (2025). Corporate reputation, information disclosure and cost of capital. *International Review of Financial Analysis*, 107, 1-6. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2025.104592>
- Zhang, X. A. (2022). What constitutes great IDEA ? An examination of corporate diversity communication on facebook and external and internal stakeholder reactions. *Public Relations Review*, 48(5), 1-11. <https://doi.org/10.1016/j.pubrev.2022.102254>
- Zimasa, M. N., & Godfrey, M. (2025). Determinants of Capital Structure : Does Growth Opportunity Matter ? *Journal of Risk and Financial Management*, 18(7), 1-15. <https://doi.org/10.3390/jrfm18070385>

9 Annexes

9.1 Annexe 1 – Tableau de définition des variables et indicateurs

Variable	Description	Rôle
ROA	Bénéfice avant éléments exceptionnels divisé par le total des actifs	Variable dépendante
Coût du capital	Coût du capital implicite estimé	Variable dépendante
GAP_DEI	Écart entre discours DEI et la diversité effective du conseil d'administration	Variable indépendante
gap_female	Écart entre discours DEI et la diversité féminine	Variable indépendante
gap_black	Écart entre discours DEI et la diversité noire	Variable indépendante
gap_asian	Écart entre discours DEI et la diversité asiatique	Variable indépendante
loss	Variable binaire égale à 1 si l'entreprise enregistre une perte, 0 sinon	Variable de contrôle
fin	Somme de l'endettement net et des capitaux propres levés, rapportés au total des actifs	Variable de contrôle
lev	Ratio de dette totale sur le total des actifs	Variable de contrôle
rolling_stddev	Mesure de la volatilité calculée à partir de l'écart-type glissant des rendements	Variable de contrôle
eps_decline	Variable binaire égale à 1 si le bénéfice par action diminue, 0 sinon	Variable de contrôle
ln_size	Logarithme naturel de la taille de l'entreprise	Variable de contrôle
social_pillar_score	Score relatif à la performance sociale de l'entreprise	Variable de contrôle
age_moyen_board	Âge moyen des membres du conseil d'administration	Variable de contrôle

9.2 Annexe 2 – Analyses de sensibilité par taille d'entreprise

Tableau 5.8 : Analyse de sensibilité par taille d'entreprise - Effet du gap féminin sur le ROA

Variables	(1) ROA	(2) ROA	(3) ROA	(4) ROA
gap_female	-0.072 (0.102)	0.046 (0.064)	0.049 (0.064)	-0.048 (0.095)
Constant	14.558 (16.295)	22.901** (11.290)	5.188 (16.662)	-6.799 (14.521)
Observations	329	415	541	528
R-squared	0.817	0.828	0.796	0.777
Control variables ^(a)	YES	YES	YES	YES
Year FE	YES	YES	YES	YES
Company FE	YES	YES	YES	YES

Clustered standard errors in parentheses

*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

Note : (1) = 1^{er} quartile petites entreprises (25% les plus petites) ; (2) = 2^{ème} quartile (25%-50%) ; (3) = 3^{ème} quartile (50%-75%) ; (4) = 4^{ème} quartile grandes entreprises (25% les plus grandes).

^(a) Variables de contrôle: loss, fin, lev, rolling_stddev, eps_decline, ln_size, rd_win, dispstd_win, social_pillar_score, age_moyen_board.

Tableau 5.9 : Analyse de sensibilité par taille d'entreprise – Effet du gap noir sur le ROA

Variables	(1) ROA	(2) ROA	(3) ROA	(4) ROA
gap_black	0.201 (0.169)	-0.074 (0.072)	0.091 (0.088)	-0.087 (0.074)
Constant	22.469 (19.500)	24.934** (11.774)	4.928 (17.476)	-16.752 (18.517)
Observations	276	358	507	503
R-squared	0.829	0.831	0.809	0.783
Control variables ^(a)	YES	YES	YES	YES
Year FE	YES	YES	YES	YES
Company FE	YES	YES	YES	YES

Clustered standard errors in parentheses

*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

Note : (1) = 1^{er} quartile petites entreprises (25% les plus petites) ; (2) = 2^{ème} quartile (25%-50%) ; (3) = 3^{ème} quartile (50%-75%) ; (4) = 4^{ème} quartile grandes entreprises (25% les plus grandes).

^(a) Variables de contrôle: loss, fin, lev, rolling_stddev, eps_decline, ln_size, rd_win, dispstd_win, social_pillar_score, age_moyen_board.

Tableau 5.10: Analyse de sensibilité par taille d'entreprise - Effet du gap asiatique sur le ROA

Variables	(1) ROA	(2) ROA	(3) ROA	(4) ROA
gap_asian	0.126 (0.228)	0.012 (0.121)	-0.134 (0.111)	0.030 (0.098)
Constant	21.276 (19.810)	23.648* (11.948)	3.968 (17.204)	-18.199 (17.887)
Observations	276	358	507	503
R-squared	0.828	0.830	0.810	0.782
<u>Control variables</u> ^(a)	YES	YES	YES	YES
Year FE	YES	YES	YES	YES
Company FE	YES	YES	YES	YES

Clustered standard errors in parentheses

*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

Note : (1) = 1er quartile petites entreprises (25% les plus petites) ; (2) = 2ème quartile (25%-50%) ; (3) = 3ème quartile (50%-75%) ; (4) = 4ème quartile grandes entreprises (25% les plus grandes).

^(a)Variables de contrôle: loss, fin, lev, rolling_stddev, eps_decline, ln_size, rd_win, dispstd_win, social_pillar_score, age_moyen_board.

Tableau 5.11 : Analyse de sensibilité par taille d'entreprise - Effet du gap noir sur le coût du capital

Variables	(1) average_coc_win	(2) average_coc_win	(3) average_coc_win	(4) average_coc_win
gap_black	-0.001 (0.003)	-0.000 (0.002)	-0.000 (0.001)	0.001 (0.001)
Constant	0.058 (0.269)	0.282 (0.274)	0.366* (0.215)	0.096 (0.165)
Observations	276	358	507	503
R-squared	0.642	0.661	0.671	0.553
<u>Control variables</u> ^(a)	YES	YES	YES	YES
Year FE	YES	YES	YES	YES
Company FE	YES	YES	YES	YES

Clustered standard errors in parentheses

*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

Note : (1) = 1er quartile petites entreprises (25% les plus petites) ; (2) = 2ème quartile (25%-50%) ; (3) = 3ème quartile (50%-75%) ; (4) = 4ème quartile grandes entreprises (25% les plus grandes).

^(a)Variables de contrôle : loss, fin, lev, rolling_stddev, eps_decline, ln_size, rd_win, dispstd_win, social_pillar_score, age_moyen_board.

Tableau 5.12 Analyse de sensibilité par taille d'entreprise - Effet du gap asiatique sur le coût du capital

Variables	(1) average_coc_win	(2) average_coc_win	(3) average_coc_win	(4) average_coc_win
gap_asian	-0.002 (0.004)	0.000 (0.003)	-0.001 (0.001)	0.002 (0.001)
Constant	0.066 (0.271)	0.278 (0.275)	0.362* (0.217)	0.057 (0.178)
Observations	276	358	507	503
R-squared	0.642	0.661	0.671	0.554
<u>Control variables</u> ^(a)	YES	YES	YES	YES
Year FE	YES	YES	YES	YES
Company FE	YES	YES	YES	YES

Clustered standard errors in parentheses

*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

Note : (1) = 1er quartile petites entreprises (25% les plus petites) ; (2) = 2ème quartile (25%-50%) ; (3) = 3ème quartile (50%-75%) ; (4) = 4ème quartile grandes entreprises (25% les plus grandes).

^(a) Variables de contrôle : loss, fin, lev, rolling_stddev, eps_decline, ln_size, rd_win, dispstd_win, social_pillar_score, age_moyen_board.

9.3 Annexe 3 – Analyses de sensibilité par âge moyen du conseil

Tableau 5.13: Analyse de sensibilité par âge moyen du conseil d'administration - Effet du gap féminin sur le ROA

Variables	(1) ROA	(2) ROA
gap_female	0.032 (0.059)	-0.024 (0.061)
Constant	3.978 (5.742)	28.998** (12.152)
Observations	946	927
R-squared	0.856	0.750
<u>Control variables</u> ^(a)	YES	YES
Year FE	YES	YES
Company FE	YES	YES

Clustered standard errors in parentheses

*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

Note : (1) = Conseils jeunes (âge moyen < 54,67 ans) ; (2) = Conseils expérimentés (âge moyen ≥ 54,67 ans).

^(a) Variables de contrôle : loss, fin, lev, rolling_stddev, eps_decline, ln_size, rd_win, dispstd_win, social_pillar_score, age_moyen_board.

Tableau 5.14 : Analyse de sensibilité par âge moyen du conseil d'administration - Effet du gap noir sur le ROA

Variables	(1) ROA	(2) ROA
gap_black	0.050 (0.064)	0.018 (0.070)
Constant	1.856 (6.742)	21.642 (13.363)
Observations	838	858
R-squared	0.857	0.755
<u>Control variables</u> ^(a)	YES	YES
Year FE	YES	YES
Company FE	YES	YES

Clustered standard errors in parentheses

*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

Note : (1) = Conseils jeunes (âge moyen < 54,67 ans) ; (2) = Conseils expérimentés (âge moyen ≥ 54,67 ans).

^(a) Variables de contrôle : loss, fin, lev, rolling_stddev, eps_decline, ln_size, rd_win, dispstd_win, social_pillar_score, age_moyen_board.

Tableau 5.15 : Analyse de sensibilité par âge moyen du conseil d'administration - Effet du gap asiatique sur le ROA

Variables	(1) ROA	(2) ROA
gap_asian	0.067 (0.111)	-0.040 (0.069)
Constant	2.012 (6.467)	22.637* (13.648)
Observations	838	858
R-squared	0.857	0.755
<u>Control variables</u> ^(a)	YES	YES
Year FE	YES	YES
Company FE	YES	YES

Clustered standard errors in parentheses

*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

Note : (1) = Conseils jeunes (âge moyen < 54,67 ans) ; (2) = Conseils expérimentés (âge moyen ≥ 54,67 ans).

^(a) Variables de contrôle : loss, fin, lev, rolling_stddev, eps_decline, ln_size, rd_win, dispstd_win, social_pillar_score, age_moyen_board.

Tableau 5.16 : Analyse de sensibilité par âge moyen du conseil d'administration - Effet du gap noir sur le coût du capital

Variables	(1) average_coc_win	(2) average_coc_win
gap_black	-0.000 (0.001)	-0.001 (0.001)
Constant	0.200* (0.111)	0.291** (0.139)
Observations	838	858
R-squared	0.620	0.572
Control variables ^(a)	YES	YES
Year FE	YES	YES
Company FE	YES	YES

Clustered standard errors in parentheses

*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

Note : (1) = Conseils jeunes (âge moyen < 54,67 ans) ; (2) = Conseils expérimentés (âge moyen ≥ 54,67 ans).

^(a) Variables de contrôle : loss, fin, lev, rolling_stddev, eps_decline, ln_size, rd_win, dispstd_win, social_pillar_score, age_moyen_board.

Tableau 5.17 : Analyse de sensibilité par âge moyen du conseil d'administration - Effet du gap asiatique sur le coût du capital

Variables	(1) average_coc_win	(2) average_coc_win
gap_asian	0.001 (0.001)	-0.001 (0.001)
Constant	0.187* (0.110)	0.307** (0.139)
Observations	838	858
R-squared	0.620	0.572
Control variables ^(a)	YES	YES
Year FE	YES	YES
Company FE	YES	YES

Clustered standard errors in parentheses

*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

Note : (1) = Conseils jeunes (âge moyen < 54,67 ans) ; (2) = Conseils expérimentés (âge moyen ≥ 54,67 ans).

^(a) Variables de contrôle : loss, fin, lev, rolling_stddev, eps_decline, ln_size, rd_win, dispstd_win, social_pillar_score, age_moyen_board.