L'analyse de l'effet des critères ESG sur la création de la valeur financière : étude économétrique sur le marché des actions de Casablanca.

Abstract

His article examines the impact of environmental, social and governance (ESG) criteria on the financial performance of companies listed on the Casablanca Stock Exchange. The methodological approach is based on a cross-sectional linear regression model, estimated using the ordinary least squares (OLS) method. The empirical results reveal no significant relationship between the integration of ESG criteria – whether in terms of the overall score or the individual ESG dimensions – and financial performance as measured by return on assets (ROA). By contrast, the sector of activity appears to be a determining factor in this performance, with manufacturing and services showing higher profitability. These results can be explained, on the one hand, by the fact that the effect of ESG criteria is primarily evident in the long term and, on the other hand, by the failure of stock market investors to take these dimensions into account, as they prioritise immediate financial profitability, regardless of the company's non-financial profile.

…….....

Key words: -

ESG, Financial performance, ROA, sustainable finance,ESG score

Introduction :

Depuis plusieurs décennies, les entreprises ne sont plus seulement évaluées sur leur capacité à générer des profits financiers, mais également sur leur contribution à des enjeux sociaux, environnementaux et éthiques. Cette évolution reflète une transformation profonde des attentes des parties prenantes telles que les investisseurs, les consommateurs, les salariés et les régulateurs qui exigent une gestion responsable et durable des entreprises. Dans ce contexte, les critères Environnementaux, Sociaux et de Gouvernance (ESG) se sont imposés comme des outils essentiels pour mesurer la performance globale des entreprises, au-delà des simples indicateurs financiers.

L'intérêt croissant pour les critères ESG s'explique par plusieurs facteurs. D'une part, les pressions environnementales imposent aux entreprises de revoir leurs modes de production et de consommation. D'autre part, les dimensions sociales comme les conditions de travail, égalité et la responsabilité sociale deviennent des facteurs de compétitivité et d'attractivité pour les talents. Enfin, la gouvernance d'entreprise, notamment la transparence, l'éthique et l'indépendance des organes de décision, influence directement la confiance des investisseurs et la stabilité financière.

Dans le contexte marocain, la Bourse de Casablanca en tant qu'institution phare du marché financier national, représente un terrain idéal pour examiner l'intégration des critères ESG par les entreprises cotées. Le Maroc, à travers des initiatives nationales telles que la Stratégie Nationale de Développement Durable (SNDD), des réglementations mises en œuvre par des institutions

PEER REVIEW IN PROGRESS

comme l'Autorité Marocaine du Marché des Capitaux (AMMC), Bank Al-Maghrib ou la Confédération Générale des Entreprises du Maroc (CGEM) et l'intégration de dispositions environnementales dans les appels d'offres publics, montre un engagement croissant en faveur de la finance durable et de la responsabilité sociale des entreprises (RSE). Malgré ces avancées, l'application concrète des pratiques ESG et leur effet sur la performance financière restent insuffisamment explorés dans le contexte local, ce qui justifie l'intérêt de ce papier.

L'intégration des critères ESG dans la gestion des entreprises soulève une question centrale concernant la nature du lien entre les pratiques ESG et la performance financière des entreprises. Les recherches empiriques existantes ne permettent pas d'aboutir à un consensus clair sur cette relation. En effet, certaines études mettent en évidence une corrélation positive entre la performance ESG et la performance financière (Fatemi et al., 2015 ; Giese et al., 2019 ; Verheyden et al., 2016). À l'inverse, d'autres travaux rapportent un effet négatif (Brammer et al., 2006 ; Crisóstomo et de Souza Freire, 2011), tandis que certaines recherches ne détectent aucune relation statistiquement significative (Nelling et al., 2009).

Ces résultats divergents peuvent être attribués aux différences observées entre les contextes institutionnels, les régimes juridiques et des périodes économiques distinctes. Par ailleurs, les pratiques ESG peuvent également dépendre de facteurs tels que les performances ESG antérieures (Bae et al., 2019), la structure du système juridique (La Porta et al., 1998) ou encore la conjoncture économique (Buchanan et al., 2018). Ces éléments sont susceptibles de générer un problème d'endogénéité dans l'analyse de l'effet des pratiques ESG sur la performance financière.

L'objectif de cet article est d'explorer l'effet des critères ESG sur la performance financière des entreprises cotées à la Bourse de Casablanca. La question de recherche à laquelle que nous tenterons répondre est de savoir dans quelle mesure l'intégration des critères ESG influence-t-elle la performance financière des entreprises cotées à la Bourse de Casablanca.

Pour analyser cette problématique, trois hypothèses principales ont été formulées :

- H_0 : Il existe une relation positive entre l'intégration des critères ESG et la performance financière ;
- H_1 : Il existe une relation négative entre l'intégration des critères ESG et la performance financière ;
- H_2 **:** Il n'existe aucune relation significative entre l'intégration des critères ESG et la performance financière.

La validation des hypothèses passe tout d'abord par une présentation de la littérature théorique et empirique traitant du lien entre ESG et performance financière. Ensuite, un exposé de la démarche méthodologique sera présenté. Enfin, nous procèderons à la présentation et la discussion des résultats empiriques et les implications ainsi que des limites et des perspectives de cette recherche.

1. Revue de littérature

1.1 Les trois théories fondamentales de la relation ESG-performance financière

1.1.1 La théorie d'agence : une relation potentiellement négative

La première théorie mobilisée pour expliquer l'effet négatif potentiel des pratiques ESG sur la performance financière est la théorie de l'agence. Selon Jensen et Meckling (1976), la relation d'agence désigne « un contrat en vertu duquel une ou plusieurs personnes (le ou les mandants) engagent une autre personne (le mandataire) pour effectuer un service en leur nom, ce qui implique la délégation d'un certain pouvoir de décision au mandataire ». Cette délégation engendre des « coûts d'agence », qui surgissent lorsque les intérêts des dirigeants divergent de ceux des actionnaires, en raison notamment de l'asymétrie d'information entre les deux parties et du comportement opportuniste des managers.

Dans ce cadre, les dirigeants peuvent privilégier des objectifs personnels à court terme au détriment des considérations sociales et environnementales, ce qui contribuerait à la relation négative parfois observée entre performance sociale et performance financière. Preston et O'Bannon (1997) montrent ainsi que les dirigeants tendent à réduire les dépenses ESG en période de bonne santé financière pour maximiser les profits, et à les accroître en période de difficulté afin de redorer leur image.

Plusieurs études empiriques confirment ces tensions (Barnea et al., 2010 ; Allouche et al., 2005 ; Kao et al., 2018), les investissements ESG étant perçus comme des sorties de fonds pouvant nuire à la rentabilité à court terme. Les problèmes d'agence liés à l'ESG se manifestent principalement de trois façons. Premièrement, les dirigeants peuvent utiliser les ressources de l'entreprise à des fins personnelles en initiant des projets ESG pour soigner leur image plutôt que dans l'intérêt collectif ; Barnea et al. (2010) précisent que de tels investissements excessifs constituent un coût d'opportunité pour les actionnaires (Frynas, 2009). Deuxièmement, ces initiatives peuvent détourner des ressources d'opportunités plus rentables, désavantageant les entreprises socialement engagées face à des concurrents moins impliqués (Schuler et al., 2006 ; Allouche et al., 2005). Troisièmement, l'opportunisme managérial peut réduire l'ESG à un simple exercice de communication, le window dressing, soulevant des questions éthiques quant à la sincérité de ces engagements (Porter et al., 2018 ; Robert et al., 2013).

En somme, la théorie de l'agence suggère que la relation entre ESG et performance financière est susceptible d'être affectée par les conflits d'intérêts entre dirigeants et actionnaires : si les investissements ESG peuvent renforcer la réputation à long terme, ils sont aussi perçus comme des charges immédiates, génératrices de coûts d'agence lorsque les dirigeants font primer leurs intérêts propres sur ceux des actionnaires.

1.1.2 La théorie des parties prenantes : une relation positive

Les réflexions sur la responsabilité sociale des entreprises ont donné lieu à des positions divergentes. Milton Friedman (1970) considère que la finalité première de l'entreprise réside dans la maximisation du profit pour ses actionnaires, l'engagement social étant perçu comme une utilisation inappropriée des ressources susceptible de réduire la rentabilité, et la responsabilité morale relevant selon lui des individus et non des organisations.

Cette conception a été remise en question par Freeman (1984) à travers la théorie des parties prenantes (Stakeholder Theory), qui postule que l'entreprise doit considérer non seulement les intérêts des actionnaires, mais aussi ceux de l'ensemble des acteurs susceptibles d'influencer ou d'être affectés par ses activités. Cette théorie émerge dans un contexte marqué par la prédominance du modèle actionnarial américain des années 1980 (Pesqueux, 2017), et souligne que la création de valeur dépend largement de la capacité de l'entreprise à maintenir des relations équilibrées avec ses différentes parties prenantes.

La notion de partie prenante, aux contours flexibles selon les contextes d'analyse (Minvielle, 2004, cité par Pesqueux, 2017), est définie par le guide SD21000 de l'AFNOR (cité par El Imrani et al., 2022) comme toute entité susceptible d'influencer les décisions d'une organisation ou d'en subir les conséquences. Cette approche s'oppose au modèle principal-agent de Jensen et Meckling (1976), centré sur la seule relation dirigeants-actionnaires, en intégrant une diversité d'acteurs : salariés, fournisseurs, clients, syndicats et autorités publiques.

Dans cette perspective, l'intégration des critères ESG peut renforcer les relations entre l'entreprise et ses parties prenantes : elle accroît l'engagement et la productivité des salariés (Frimousse et al., 2020), favorise le soutien des pouvoirs publics (Porter et Kramer, 2011), et améliore la réputation de l'entreprise via les notations ESG (Clarkson et al., 2008). Les pratiques ESG apparaissent ainsi comme une extension opérationnelle de la théorie des parties prenantes, renforçant la confiance et la légitimité de l'entreprise (Freeman, 2010), avec des effets positifs suggérés sur la performance financière (Freeman, 2010 ; Khan, 2022 ; Post et al., 2022).

Les recherches empiriques du courant instrumental mobilisent divers indicateurs — scores ESG, rentabilité, croissance des ventes, valeur boursière, rendement des actifs — pour établir ce lien (Da Costa, 2024), plusieurs travaux confirmant l'existence d'une telle relation (Bae et al., 2021 ; Ding et al., 2021 ; Garcia, 2017).

En définitive, la théorie des parties prenantes montre que la prise en compte des attentes des différents partenaires peut renforcer la position de l'entreprise sur le marché et soutenir sa performance financière sur le long terme, en développant un climat de confiance avec ses employés, clients, fournisseurs et institutions publiques.

1.2 Synthèse des études empiriques

La littérature existante montre que la relation entre la performance financière des entreprises et leur performance environnementale, sociale et de gouvernance (ESG) a fait l’objet de

nombreuses analyses, avec des résultats parfois divergents. Plusieurs études empiriques et méta-analyses ont cherché à identifier l'orientation et l'intensité de cette relation.

La méta-analyse de Revelli et Viviani (2015), portant sur 85 études, indique qu'environ la moitié d'entre elles mettent en évidence une corrélation positive entre performance ESG et performance financière. Dans le même sens, Friede et al. (2015), à partir de plus de 2 000 recherches empiriques, montrent qu'environ 90 % des travaux recensés concluent à une relation positive entre ces deux dimensions.

D'autres travaux confirment cette tendance. Khan et al. (2016) montrent que les entreprises accordant une attention particulière aux enjeux ESG matériellement importants obtiennent de meilleures performances à long terme. De même, Eccles et al. (2014) constatent que les entreprises caractérisées par de solides pratiques ESG présentent des niveaux plus élevés de rentabilité et de performance boursière. La méta-analyse de Renneboog et Horst (2008), basée sur 103 études, met également en évidence une relation majoritairement positive. Plus récemment, Aydoğmuş et al. (2022) et Khan et Manurung (2022) observent une relation positive entre les scores ESG, la valeur de l'entreprise et sa rentabilité, bien que les résultats liés à la dimension environnementale soient parfois moins marqués.

Toutefois, certains travaux soulignent que cette relation reste généralement modérée et dépend du contexte d'application des investissements ESG (Margolis et al., 2009). Derwall et al. (2005) suggèrent également que l'effet des investissements ESG peut être indirect, notamment à travers la réduction des risques ou l'amélioration de la réputation de l'entreprise. De même, Fulton et al. (2012) montrent qu'environ la moitié des études identifient une relation positive, tandis que la majorité ne met pas en évidence de relation négative. Clark et al. (2015) indiquent par ailleurs que les entreprises présentant de bonnes performances ESG obtiennent de meilleurs rendements totaux pour les actionnaires sur le long terme. Néanmoins, certaines recherches récentes soulignent l'absence de consensus clair concernant l'effet des critères ESG sur la performance financière (Daugaard et al., 2022).

Plusieurs études mettent également en évidence les bénéfices liés à l'intégration des préoccupations environnementales dans les activités des entreprises. Dangelico et Pujari (2010) montrent que l'intégration des considérations environnementales dans le développement de produits et les processus opérationnels peut améliorer l'efficacité des ressources, favoriser l'accès à de nouveaux marchés et renforcer l'avantage concurrentiel. De même, Hizarci-Payne et al. (2021) constatent que les innovations vertes liées aux produits et aux processus sont positivement associées à la performance des entreprises.

Par ailleurs, l'adoption de pratiques ESG solides peut renforcer la confiance des investisseurs et des parties prenantes. Lins et al. (2017) montrent que les entreprises entretenant de bonnes relations avec leurs parties prenantes obtiennent de meilleures performances sur les marchés financiers. Broadstock et al. (2021) et Yoo et al. (2021) observent également une relation

positive entre les scores ESG, les rendements boursiers et la réduction de la volatilité. De plus, Hwang et al. (2021) indiquent que les entreprises présentant des scores ESG élevés subissent généralement des pertes financières moins importantes lors de périodes de turbulences économiques. À l'inverse, Ding et al. (2020) et Gibson et al. (2021) montrent que les entreprises caractérisées par de faibles scores ESG peuvent être davantage exposées aux risques financiers et à une volatilité boursière plus importante.

Dans l'ensemble, ces travaux soulignent la complexité de la relation entre performance ESG et performance financière, celle-ci pouvant varier selon la taille de l'entreprise, le secteur d'activité ou les dimensions spécifiques des critères ESG.

À la lumière des résultats de la revue de la littérature, une relation entre l'intégration des critères environnementaux, sociaux et de gouvernance (ESG) et la performance financière des entreprises est mise en évidence, bien que son sens et son ampleur puissent varier selon les contextes et les dimensions considérées. La présente étude se positionne dans ce champ de recherche en apportant une contribution originale sur le contexte marocain, encore peu exploré. Elle teste empiriquement les trois hypothèses formulées à partir d'un échantillon d'entreprises cotées à la Bourse de Casablanca.

2. Méthodologie de la recherche

L'étude repose sur un échantillon de quarante entreprises marocaines cotées à la Bourse de Casablanca. Ces entreprises appartiennent à des secteurs d'activité diversifiés, incluant la banque et l'assurance, l'industrie, l'énergie, les télécommunications, l'agroalimentaire, la distribution, la santé et les services. La répartition sectorielle détaillée est la suivante : le secteur financier (banques et assurances) regroupe 11 entreprises (27 %), le secteur du commerce 10 entreprises (25 %), le secteur industriel 9 entreprises (22 %), tandis que les secteurs des services et de la technologie comptent chacun 5 entreprises (13 %). Cette diversité sectorielle garantit une représentativité satisfaisante du tissu économique marocain et permet d'analyser la relation entre les pratiques ESG et la performance financière dans un cadre pertinent. La recherche se concentre sur l'année 2024, une période caractérisée par une aggravation des défis environnementaux au Maroc, notamment la pénurie d'eau, la sécheresse persistante et l'accélération de la transition énergétique, ce qui confère une actualité et une pertinence particulières à la recherche.

Les données environnementales, sociales et de gouvernance (ESG) proviennent de la plateforme LSEG DATA & ANALYTICS (LSEG ESG Scores), dont la méthodologie s'appuie sur celle développée par Refinitiv (anciennement Thomson Reuters). Refinitiv est reconnue comme l'une des bases de données d'informations financières et extra-financières les plus vastes et les plus fiables à l'échelle mondiale. Elle évalue la performance ESG de plus de 15 000 entreprises à travers plus de 870 indicateurs, couvrant dix dimensions fondamentales : réduction des émissions et des déchets, efficacité de l'utilisation des ressources, innovation environnementale, droits de

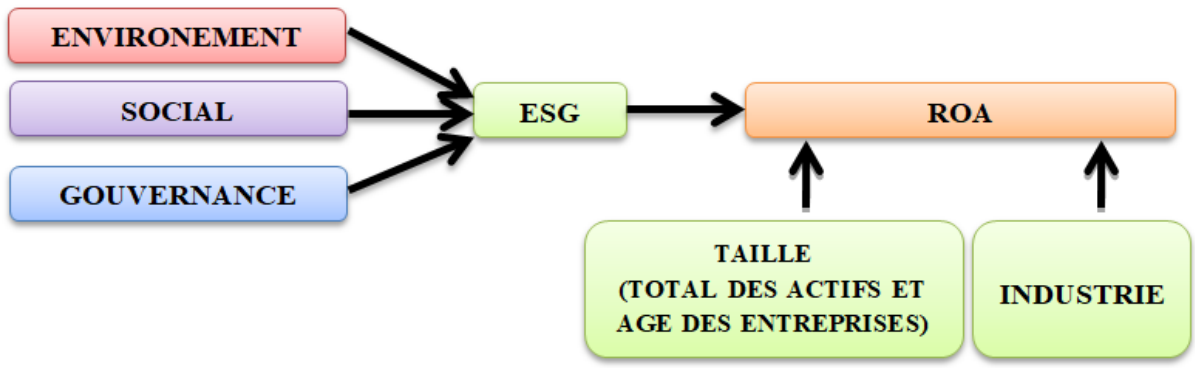
l'homme, responsabilité des produits, main-d'œuvre, engagement communautaire, gestion et surveillance, droits des actionnaires et stratégies de responsabilité sociétale des entreprises (RSE).

Les données financières ont été collectées à partir des rapports financiers publiés par l'Autorité marocaine du marché des capitaux (AMMC), des entreprises étudiées ainsi que du site officiel de la Bourse de Casablanca. Ces données incluent le retour sur actifs (ROA) et le total des actifs (ASSETS).

La performance financière, variable dépendante, est mesurée par le retour sur actifs (ROA), soit le rapport entre le résultat net et l'actif total. Les variables explicatives comprennent le score ESG global ainsi que les scores environnemental (ENV), social (SOC) et de gouvernance (GOV), chacun variant de 0 à 100 (Refinitiv). Les variables de contrôle sont composées de la taille, elle-même appréhendée à travers l'actif total (mesuré par son logarithme naturel) et l'âge (nombre d'années depuis la création), ainsi que du secteur d'activité. Ce dernier est introduit via des variables muettes, le secteur « Finance » étant la catégorie de référence.

À partir de la revue de la littérature et des hypothèses formulées, un modèle conceptuel a été élaboré afin d'examiner les relations entre les différentes dimensions ESG et la performance financière. Ce cadre, illustré par la figure 1, postule que la performance ESG (score ESG global ainsi que de ses différentes dimensions) peut influencer le ROA, sous l'effet modérateur ou contrôle de facteurs structurels tels que la taille, l'âge et le secteur d'activité.

Figure 1 : Modèle conceptuel de la recherche



Source : Les auteurs

Pour tester les hypothèses de recherche, des modèles de régression linéaire en coupe transversale sont estimés par la méthode des moindres carrés ordinaires (OLS). Cette approche permet d'évaluer l'influence de plusieurs variables indépendantes sur la variable dépendante.

Tableau 1 :Les modèlesà estimer

Modèle M1 pour : (ESG Global)	
M1	$ROA_i = \beta_0 + \beta_1 ESGSCOREG_i + \beta_2 LASSETS_i + \beta_3 AGE_i + \beta_4 IND_i + \varepsilon_i$
Modèle M2 pour ENV, SOC et GOV séparés	
M 2.1	$ROA_i = \beta_0 + \beta_1 ENV_i + \beta_2 LASSETS_i + \beta_3 AGE_i + \beta_4 IND_i + \varepsilon_i$
M 2.2	$ROA_i = \beta_0 + \beta_1 SOC_i + \beta_2 LASSETS_i + \beta_3 AGE_i + \beta_4 IND_i + \varepsilon_i$
M 2.3	$ROA_i = \beta_0 + \beta_1 GOV_i + \beta_2 LASSETS_i + \beta_3 AGE_i + \beta_4 IND_i + \varepsilon_i$

Source : Les auteurs

3. Résultats et discussion

La démarche méthodologique proposée dans ce papier consiste à analyser, dans un premier temps, l'effet du score ESG global sur la performance financière des sociétés cotées. Dans un second temps, nous avons analysé chaque dimension séparément dans le même objectif. Ainsi, quatre modèles ont été estimés afin d'examiner séparément l'effet de chaque dimension, tout en intégrant des variables de contrôle telles que la taille, l'âge et le secteur d'activité. Les coefficients estimés et leurs niveaux de significativité permettent d'identifier les principaux déterminants de la performance des entreprises de l'échantillon étudié. Le tableau ci-dessous présente les résultats obtenus.

Tableau 2 : Résultats des estimations économétriques de l'effet des scores ESG et de leurs dimensions sur la performance financière

Variables	Modèle M1 (ESG global)		Modèle M2.1 (ENV)		Modèle M2.2 (SOC)		Modèle M2.3 (GOV)	
	Coefficient (β)	Valeur p	Coefficient (β)	Valeur p	Coefficient (β)	Valeur p	Coefficient (β)	Valeur p
Constante	1.468705	0.9085	1.041226	0.9349	4.512411	0.7194	0.759811	0.9475
ESG SCOREG	-0.004043	0.9417						
ENV			-0.007092	0.8904				

Variables	Modèle M1 (ESG global)		Modèle M2.1 (ENV)		Modèle M2.2 (SOC)		Modèle M2.3 (GOV)	
	Coefficient (β)	Valeur p	Coefficient (β)	Valeur p	Coefficient (β)	Valeur p	Coefficient (β)	Valeur p
SOC					0.017285	0.6884		
GOV							**-0.010552**	**0.7619**
LASSETS	-0.023733	0.9665	.007972	0.9879	-0.183570	0.7334	0.023860	0.9613
AGE	0.011302	0.7024	012253	0.6895	0.009031	0.7604	0.009972	0.7348
INDUSTRIE	6.154235	0.0159*	255170	0.0204*	5.878736	0.0222*	6.193332	0.0141*
COMMERCE	1.916404	0.4356	019463	0.4395	1.663575	0.4953	1.991284	0.4105
TECHNO	2.409106	0.4470	544450	0.4505	2.142541	0.4862	2.547957	0.4135
SERVICES	5.620662	0.0532**	708263	0.0574**	5.436097	0.0592**	5.667207	0.0490**
R-deux (R^2)	0.278839		0.279151		0.282390		0.280815	
R-deux (R^2) ajusté	0.121085		0.121465		0.125413		0.123494	
Statique F	1.767554		1.770296		1.798923		1.784977	

**Statistiquement significatif au niveau de 5% (p < 0.05), ** Statistiquement significatif au niveau de 10% (p < 0.10)*

Source : Les auteurs

Les régressions estimées examinent l'effet du score ESG global, ainsi que de ses trois dimensions constitutives (environnementale, sociale et de gouvernance), sur la rentabilité économique (ROA) des entreprises marocaines cotées, en contrôlant la taille (LASSETS), l'âge et le secteur d'activité.

UNDER PEER REVIEW

Les quatre modèles estimés présentent un pouvoir explicatif globalement limité (R^2 compris entre 0,279 et 0,282 ; R^2 ajusté entre 0,121 et 0,125 ; statistique F non significative dans l'ensemble des spécifications), indiquant qu'une part substantielle de la variance du ROA demeure inexpliquée par les variables du modèle.

Aucun effet statistiquement significatif de la variable ESG sur le ROA n'est observé, que celle-ci soit appréhendée de manière agrégée ($\beta = 0.004$, $Pvalue = 0.942$) ou décomposée par dimension (environnementale : $\beta = 0.007$ et $Pvalue = 0.890$; sociale : $\beta = 0.017$ et $Pvalue = 0.688$; gouvernance : $\beta = 0.011$ et $Pvalue = 0.762$). La constance de ce résultat à travers l'ensemble des spécifications testées en renforce la robustesse : ni l'engagement ESG global, ni aucune de ses composantes prises isolément, n'apparaît associé à la rentabilité économique des entreprises de l'échantillon. Ces résultats conduisent au rejet des hypothèses H_0 et H_1 postulant respectivement une association positive et négative entre ESG et performance financière, et à la validation de l'hypothèse H_2 selon laquelle aucune relation statistiquement significative ne peut être établie entre les deux variables.

Concernant les variables de contrôle, ni la taille de l'entreprise (LASSETS) ni son âge (AGE) ne ressortent significatifs dans aucun des quatre modèles, suggérant que ces caractéristiques structurelles n'expliquent pas les écarts de rentabilité observés au sein de l'échantillon. En revanche, l'appartenance sectorielle constitue le principal facteur explicatif identifié : le secteur industriel est significatif au seuil de 5 % dans les quatre modèles (Pvalue est comprise entre 0,014 et 0,022), tandis que le secteur des services l'est au seuil de 10 % (Pvalue est comprise entre 0,049 et 0,059). Les secteurs du commerce et des technologies ne présentent, pour leur part, aucun effet significatif. Cette hétérogénéité sectorielle systématique, plus robuste que l'effet ESG lui-même, suggère que la rentabilité économique des entreprises marocaines cotées est davantage déterminée par des dynamiques propres à leur secteur d'activité que par leur niveau d'engagement en matière d'ESG.

L'absence de relation significative entre les pratiques ESG et la performance financière peut être interprétée à la lumière de trois facteurs contextuels. Premièrement, l'intégration des pratiques ESG au Maroc demeure relativement récente. Si les grandes entreprises ont commencé à publier des rapports RSE et à adopter des chartes ESG, ces démarches restent souvent partielles, voire superficielles, et sont dans certains cas cantonnées à des actions de conformité ou de communication plutôt qu'intégrées à la stratégie globale et aux processus opérationnels de l'entreprise. Cette superficialité limite mécaniquement l'effet de ces pratiques sur la performance économique. Deuxièmement, les coûts associés à la mise en œuvre des pratiques ESG, investissements environnementaux (technologies propres, efficacité énergétique), programmes sociaux (formation, amélioration des conditions de travail) et renforcement de la gouvernance (comités spécialisés, audits externes), peuvent neutraliser à court terme les bénéfices attendus. Dans un contexte marqué par des ressources financières limitées, notamment pour les PME, ces coûts initiaux peuvent peser sur la rentabilité avant que les gains à plus long terme ne se

UNDER PEER REVIEW IN IJAR

matérialisent. Troisièmement, la valorisation des pratiques ESG par les investisseurs et les marchés financiers marocains reste encore limitée. Contrairement aux marchés européens ou nord-américains, où les critères ESG sont intégrés de manière systématique dans les décisions d'allocation d'actifs, le marché marocain se situe encore à un stade émergent dans la prise en compte de ces critères, ce qui réduit d'autant l'effet potentiel des pratiques ESG sur le ROA et sur la perception de leur contribution à la performance économique.

Ces résultats suggèrent que, dans le contexte marocain, la performance financière des entreprises cotées est davantage déterminée par des caractéristiques structurelles et opérationnelles propres à leur secteur d'activité que par leur niveau d'intégration des critères ESG. La performance supérieure du secteur industriel pourrait ainsi s'expliquer par des marges opérationnelles plus élevées, des barrières à l'entrée plus importantes, une capacité d'investissement accrue ou une demande soutenue sur les marchés domestique et d'exportation. De même, la performance supérieure du secteur des services pourrait résulter d'une structure de coûts plus flexible, d'une intensité capitalistique moindre ou d'une croissance soutenue de la demande intérieure.

Enfin, l'absence d'effet significatif de la taille, bien que contreintuitive au regard de la littérature existante, peut s'expliquer par la forte hétérogénéité de l'échantillon. De même, l'absence d'effet de l'âge suggère que la maturité de l'entreprise ne constitue pas, dans ce contexte, un déterminant majeur de la rentabilité, contrairement à certaines études antérieures qui privilégient un effet d'expérience ou de réputation.

Afin de confirmer la validité de cette conclusion, il est nécessaire de vérifier l'absence de multicolinéarité entre les variables explicatives. Pour ce faire, le facteur d'inflation de la variance VIF (Variance Inflation Factor) a été calculé pour chaque variable explicative.

Tableau 3 : Analyse de la multicolinéarité – Valeurs du VIF pour chaque variable explicative selon les modèles estimés

Variables	Modèle M1 (ESG global)	Modèle M2.1 (ENV)	Modèle M2.2 (SOC)	Modèle M2.3 (GOV)
ESGSCOREG	2.011510			
ENV		1.667194		
SOC			1.856910	
GOV				1.438621
LASSETS	3.293500	2.874072	3.004182	2.501445
AGE	1.479154	1.590535	1.491088	1.469701
INDUSTRIE	2.279349	2.563627	2.345485	2.225536
COMMERCE	2.626099	2.968134	2.605955	2.548980
TECHNO	2.394520	2.714587	2.273210	2.319361
SERVICES	1.916368	2.051962	1.898333	1.881379

Source:Les auteurs

L'ensemble des valeurs du VIF étant inférieur à 5, cela confirme l'absence de multicolinéarité. Dès lors, les coefficients estimés rendent compte fidèlement de l'effet des variables explicatives sur la performance financière.

UNDER PEER REVIEW IN IJAR

Les résultats confirment l'absence de relation statistiquement significative entre le score ESG, considéré globalement ou selon ses trois dimensions constitutives, et la performance financière (ROA) des entreprises marocaines cotées, conduisant au rejet des hypothèses d'association positive et négative au profit de l'hypothèse nulle. Ce résultat s'inscrit dans la continuité de l'hétérogénéité contextuelle documentée par les méta-analyses de référence : si Friede et al. (2015) et Whelan et al. (2021) établissent une relation globalement positive entre ESG et performance financière sur les marchés développés, ils constatent également que cet effet s'atténue, voire disparaît, sur les marchés émergents, configuration cohérente avec le contexte marocain, caractérisé par une intégration ESG encore récente et un cadre de reporting essentiellement volontaire. Cette absence de significativité peut également s'expliquer par les coûts initiaux associés à la mise en œuvre des pratiques ESG, susceptibles de neutraliser à court terme les bénéfices attendus, ainsi que par la valorisation encore limitée de ces critères par les investisseurs locaux.

À l'inverse, l'appartenance sectorielle apparaît comme le principal déterminant de la rentabilité économique : les entreprises des secteurs industriel et des services affichent un ROA significativement supérieur à celui du secteur de référence, alors que la taille et l'âge des entreprises n'exercent aucun effet significatif. Ce résultat, cohérent avec le rôle modérateur du secteur d'activité mis en évidence par Friede et al. (2015) et Whelan et al. (2021), confirme que la performance financière des entreprises marocaines cotées est davantage déterminée par des caractéristiques structurelles sectorielles que par leur niveau d'engagement ESG.

Ces résultats s'inscrivent dans les courants récents de la littérature qui, dépassant le débat binaire opposant effet positif et effet négatif, plaident pour une approche contingente de la relation ESG-performance, tributaire de la maturité institutionnelle et du contexte de marché. Ils suggèrent que, dans un marché émergent tel que celui du Maroc, l'engagement ESG constitue davantage un investissement stratégique de long terme, porteur de valeur durable, de réputation et de résilience organisationnelle, qu'un déterminant immédiat de la rentabilité financière.

Cette étude présente néanmoins certaines limites inhérentes à sa conception : un échantillon restreint à 40 entreprises cotées, limitant la généralisation des résultats ; une approche statique et transversale, qui ne permet pas de capturer d'éventuels effets différés ou non linéaires ; et le recours à des données exclusivement quantitatives, qui ne rendent pas compte de la qualité réelle de la mise en œuvre des pratiques ESG. Des recherches futures, fondées sur des données de panel, intégrant des variables qualitatives et élargies à d'autres marchés émergents, permettraient d'approfondir la compréhension des mécanismes sous-jacents à cette relation.

Conclusion

Cet article visait à analyser l'effet des critères ESG sur la performance financière des entreprises cotées à la Bourse de Casablanca. Les résultats, obtenus sur un échantillon de 40 entreprises, révèlent l'absence de relation statistiquement significative entre l'intégration des critères ESG,

globalement ou par dimension, et la performance financière mesurée par le ROA, tandis que l'appartenance sectorielle s'impose comme un déterminant significatif, les secteurs industriels et des services affichant une rentabilité supérieure.

Ce résultat ne permet de valider explicitement aucun des cadres théoriques mobilisés : ni la théorie de l'agence (Jensen et Meckling, 1976), qui aurait prédit une relation négative du fait des coûts d'agence associés aux investissements ESG, ni la théorie des parties prenantes (Freeman, 1984) ou la Resource-Based View (Hart, 1995), qui postulent au contraire un effet positif via la création de valeur durable et l'avantage concurrentiel. Cette absence de relation peut s'expliquer par le caractère encore récent et inégal de l'intégration ESG au sein du tissu économique marocain, un cadre réglementaire principalement incitatif, une valorisation limitée de ces critères par les investisseurs institutionnels locaux, ainsi que par les coûts initiaux de mise en œuvre susceptibles de neutraliser les bénéfices à court terme.

Cette étude présente certaines limites inhérentes à sa conception, un échantillon restreint aux entreprises cotées à la bourse des valeurs de Casablanca, biais de couverture de la base LSEG en faveur des grandes entreprises, approche transversale limitée à une seule année, hétérogénéité méthodologique des agences de notation ESG (Chatterji et al., 2016), qui appellent des recherches futures fondées sur des données de panel, des études d'événements, ou une comparaison régionale (Maroc, Tunisie, Égypte).

En définitive, cette recherche s'inscrit dans une posture de réalisme critique selon laquelle la relation ESG-performance, bien que théoriquement plausible, demeure fortement conditionnée par des facteurs contextuels et institutionnels. Elle contribue ainsi à la littérature sur la finance durable dans le contexte marocain, en mettant en évidence le rôle déterminant des dynamiques sectorielles et en suggérant que, dans un marché émergent tel que le Maroc, l'engagement ESG constitue davantage un investissement stratégique de long terme qu'un déterminant immédiat de la performance financière.

Références

Allouche, J., Huault, I., & Schmidt, G. (2005). Responsabilité sociale des entreprises : la mesure détournée. XV^{e} Congrès de l'AGRH, 2390-2410. https://www.exemple-site-congres.com.

Aydoğmuş, M., Gülay, G., & Ergun, K. (2022). Effet of ESG performance on firm value and profitability. Journal of Sustainable Finance & Investment, 12(3), 345–362. https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S221484502200103X.

Bae, K.-H., El Ghoul, S., Gong, Z. J., &Guedhami, O. (2021). Does CSR matter in times of crisis? Evidence from the COVID-19 pandemic. Journal of Corporate Finance, 67, 101876. https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2021.101876.

Bae, K.-H., El Ghoul, S., Guedhami, O., Kwok, C. C., & Zheng, Y. (2019). Does corporate social responsibility reduce the costs of high leverage? Evidence from capital structure and product market interactions. Journal of Banking & Finance, 100, 135–150. https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2018.12.006.

Barnea, A., & Rubin, A. (2010). Corporate social responsibility as a conflict between shareholders. Journal of Business Ethics. https://doi.org/10.1007/s10551-010-0496-z.
Brammer, S., Brooks, C., &Pavelin, S. (2006). Corporate social performance and stock returns: UK evidence from disaggregate measures. Financial Management, 35(3), 97–116. https://doi.org/10.1111/j.1755-053X.2006.tb00149.x.
Broadstock, D. C., Chan, K., Cheng, L. T., & Wang, X. (2021). The role of ESG performance during times of financial crisis: Evidence from COVID-19 in China.Finance Research Letters, 38, 101716. https://doi.org/10.1016/j.frl.2020.101716..
Buchanan, B., Cao, C. X., & Chen, C. (2018). Corporate social responsibility, firm value, and influential institutional ownership. Journal of Corporate Finance, 52, 73–95. https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2018.01.006.
Chatterji, A. K., Durand, R., Levine, D. I., &Touboul, S. (2016). Do ratings of firms converge? Implications for managers, investors and strategy researchers. Strategic Management Journal, 37(8), 1597–1614. https://doi.org/10.1002/smj.2407.
Clark, G. L., Feiner, A., &Viehs, M. (2015, March 5). From the stockholder to the stakeholder: How sustainability can drive financial outperformance. https://doi.org/10.2139/ssrn.2508281.
Clarkson, P. M., Li, Y., Richardson, G. D., &Vasvari, F. P. (2008). Revisiting the relation between environmental performance and environmental disclosure: An empirical analysis. Accounting, Organizations and Society, 33(4–5), 303–327. https://doi.org/10.1016/j.aos.2007.05.011.
Crisóstomo, V. L., de Souza Freire, F., & de Vasconcellos, F. C. (2011). Corporate social responsibility, firm value and financial performance in Brazil. Social Responsibility Journal, 7(2), 295–309. https://doi.org/10.1108/17471111111140965.
Da Costa Picerni, P. (2024). Le lien entre la performance ESG et la performance financière pendant la crise de la Covid-19 : le cas des entreprises canadiennes (Mémoire ou thèse). https://archipel.uqam.ca/17648.
Dangelico, R. M., & Pujari, D. (2010). Mainstreaming green product innovation: Why and how companies integrate environmental sustainability. Journal of Business Ethics, 95(3), 471–486. https://doi.org/10.1007/s10551-010-0434-0.
Daugaard, D., & Ding, A. (2022). Global drivers for ESG performance: The body of knowledge. Sustainability, 14(4), 2322. https://doi.org/10.3390/su14042322.
Derwall, J., Guenster, N., Bauer, R., &Koedijk, K. (2005). The eco-efficiency premium puzzle. Financial Analysts Journal, 61(2), 51–63. https://doi.org/10.2469/faj.v61.n2.2716.
Ding, W., Levine, R., Lin, C., & Xie, W. (2021). Corporate immunity to the COVID-19 pandemic. Journal of Financial Economics, 141(2), 802–830. https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2021.03.005.
Ding, W., Levine, R., Lin, C., & Xie, W. (2021). Corporate immunity to the COVID-19 pandemic. Journal of Financial Economics, 141(2), 802–830. https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2021.03.005.
Eccles, R. G., Ioannou, I. et Serafeim, G. (2014). The Effet of Corporate Sustainability on Organizational Processes and Performance. Management Science, 60(11), 2835-2857. https://doi.org/10.1287/mnsc.2014.1984.
El Imrani, S., & Taqi, A. (2022). Relation entre la responsabilité sociale des entreprises et la performance financière. International Journal of Accounting, Finance, Auditing, Management and Economics, 3(4-1), 132–150.

UNDER PEER REVIEW IN IJAR

https://ijafame.org/index.php/ijafame/article/view/521.
Fatemi, A., Fooladi, I., & Tehranian, H. (2015). Valuation effects of corporate social responsibility. Journal of Banking & Finance, 59, 182–192.
Freeman, R. E. (1984). Strategic management: A stakeholder approach. Pitman Publishing. https://openlibrary.org/books/OL3170928M/Strategic_management.
Friede, G., Busch, T., & Bassen, A. (2015). ESG and financial performance: Aggregated evidence from more than 2,000 empirical studies. Journal of Sustainable Finance & Investment, 5(4), 210–233. https://doi.org/10.1080/20430795.2015.1118917.
Friede, G., Busch, T., & Bassen, A. (2015). ESG and financial performance: Evidence from over 2,000 empirical studies. Journal of Sustainable Finance & Investment, 5(4), 210–233. https://doi.org/10.1080/20430795.2015.1118917.
Friede, G., Busch, T., & Bassen, A. (2015). ESG and financial performance: Aggregated evidence from more than 2,000 empirical studies. Journal of Sustainable Finance & Investment, 5(4), 210–233. https://doi.org/10.1080/20430795.2015.1118917.
Friedman, M. (1970). The social responsibility of business is to increase its profits. Dans W. C. Zimmerli, M. Holzinger, & K. Richter (Eds.), Corporate ethics and corporate governance (pp. 173–178). Springer. https://doi.org/10.1007/978-3-540-70818-6_14.
Frimousse, S., & Peretti, J.-M. (2020). Effet social positif et création de valeur. Question(s) de management, 27(1), 91–130. https://shs.cairn.info/revue-questions-de-management-2020-1-page-91?lang=fr.
Garcia, A. S., Mendes-da-Silva, W., & Orsato, R. J. (2017). Sensitive industries produce better ESG performance: Evidence from emerging markets. Journal of Cleaner Production, 150, 135–147. https://doi.org/10.1016/j.jclepro.2017.02.006.
Gibson, R., Krueger, P., & Shema, F. M. (2021). The sustainability footprint of institutional investors: ESG driven price pressure and performance.https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2918926.
Giese, G., Lee, L.-E., Melas, D., Nagy, Z., & Nishikawa, L. (2019). Foundations of ESG investing: How ESG affects equity valuation, risk, and performance. The Journal of Portfolio Management, 45(5), 69–83.
Hart, S. L. (1995). A natural-resource-based view of the firm. Academy of Management Review, 20(4), 986–1014. https://doi.org/10.5465/amr.1995.9512280033.
Hizarci-Payne, A. K., İpek, İ., & Kurt Gümüş, G. (2021). How environmental innovation influences firm performance: A meta-analytic review. Business Strategy and the Environment, 30(2), 1174–1190. https://doi.org/10.1002/bse.2678.
Hwang, J., Kim, H., & Jung, D. (2021). The effect of ESG activities on financial performance during the COVID-19 pandemic: Evidence from Korea.Sustainability, 13(20), 11362. https://doi.org/10.3390/su132011362.
Kao, E. H., Yeh, C.-C., Wang, L.-H., & Fung, H.-G. (2018). The relationship between CSR and performance: Evidence in China. Pacific-Basin Finance Journal, 51, 155–170. https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2018.02.004.
Khan, M. A., &Manurung, A. H. (2022). Corporate social responsibility (CSR) evaluation and effectiveness of disclosure and its effet on financial performance: A case of Indonesian corporations using longitudinal evidence. Studi IlmuManajemen dan Organisasi, 3(1), 233–242. https://doi.org/10.35912/simo.v3i1.709.
Khan, M., Serafeim, G., & Yoon, A. (2016). Corporate sustainability: First evidence on materiality. The Accounting Review, 91(6), 1697–1724. American Accounting Association.

UNDER PEER REVIEW IN IJAR

https://publications.aaahq.org/accountingreview/article-abstract/91/6/1697/3898/Corporate-Sustainability-First-Evidence-on.
La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., &Vishny, R. W. (1998). Law and finance. Journal of Political Economy, 106(6), 1113–1155. https://doi.org/10.1086/250042.
Lins, K. V., Servaes, H., & Tamayo, A. (2017). Social capital, trust, and firm performance: The value of corporate social responsibility during the financial crisis.The Journal of Finance, 72(4), 1785–1824. https://doi.org/10.1111/jofi.12505.
London Stock Exchange Group. (2025). ESG scores, sur https://www.lseg.com/en/data-analytics/sustainable-finance/esg-scores.
Margolis, J. D., Elfenbein, H. A., & Walsh, J. P. (2009, March 1). Does it pay to be good… and does it matter? A meta-analysis of the relationship between corporate social and financial performance. https://doi.org/10.2139/ssrn.1866371.
Nelling, E., & Webb, E. (2009). Corporate social responsibility and financial performance: The "virtuous circle" revisited. Review of Quantitative Finance and Accounting, 32(2), 197–209. https://doi.org/10.1007/s11156-008-0090-y.
Pesqueux, Y. (2017). Robert E. Freeman et la théorie des parties prenantes en question (Thèse de doctorat, Université de Paris Dauphine). https://shs.hal.science/cel-01432945/.
Porter, M. E., & Kramer, M. R. (2011). Creating shared value: Redefining capitalism and the role of the corporation in society. Harvard Business Review, 89(1/2), 62–77. https://hbr.org/2011/01/the-big-idea-creating-shared-value.
Porter, M. E., & Kramer, M. R. (2018). Creating shared value: How to reinvent capitalism—and unleash a wave of innovation and growth. In G. G. Lenssen & N. C. Smith (Eds.), Managing sustainable business (pp. 323–346). Springer Netherlands. https://doi.org/10.1007/978-94-024-1144-7_16.
Preston, L. E., & O'Bannon, D. P. (1997). The corporate social-financial performance relationship: A typology and analysis. Business & Society, 36(4), 419–429. https://doi.org/10.1177/000765039703600406.
Renneboog, L. et Horst, J. T. (2008). Socially responsible investments: Institutional aspects, performance, and investor behavior - ScienceDirect. https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/S0378426607004220.
Revelli, C., & Viviani, J. (2015). Financial performance of socially responsible investing (SRI): What have we learned? A meta-analysis.Business Ethics: A European Review, 24(2), 158-185. https://doi.org/10.1111/beer.12076.
Russo, M. V. et Fouts, P. A. (1997). A RESOURCE-BASED PERSPECTIVE ON CORPORATE ENVIRONMENTAL PERFORMANCE AND PROFITABILITY. Academy of Management Journal, 40(3), 534-559. https://doi.org/10.2307/257052.
Schuler, D. A., & Cording, M. (2006). A corporate social performance–corporate financial performance behavioral model for consumers. Academy of Management Review, 31(3), 540–558. https://doi.org/10.5465/amr.2006.21318916. .
Verheyden, T., Eccles, R. G., & Feiner, A. (2016). ESG for all? The effet of ESG screening on return, risk, and diversification. Journal of Applied Corporate Finance, 28(2), 47–55. https://doi.org/10.1111/jacf.12174.
Whelan, T., Atz, U., Van Holt, T., & Clark, C. (2021). ESG and financial performance: Uncovering the relationship by aggregating evidence from 1,000 plus studies published between 2015-2020. NYU Stern School of Business, Center for Sustainable Business. https://www.stern.nyu.edu/experience-stern/about/departments-centers-

UNDER PEER REVIEW IN IJAR

initiatives/centers-of-research/center-sustainable-business/research/esg-and-financial-performance.
Yoo, S., Keeley, A. R., & Managi, S. (2021). Does sustainability activities performance matter during financial crises? Investigating the case of COVID-19. Energy Policy, 155, 112330. https://doi.org/10.1016/j.enpol.2021.112330.

399

400

UNDER PEER REVIEW IN IJAR