

Investissements Socialement Responsables au Maroc : Analyse des Tendances de Recherche et de la Performance Financière.

Socially Responsible Investments in Morocco : Analysis of Research Trends and Financial Performance.

Ghizlane BENSOUDA

Doctorante

FSJES Souissi

Université Mohammed V de Rabat

LARMODADD

Maroc

Mustapha OUKASSI

Professeur de l'Enseignement Supérieur

Université Mohammed V de Rabat

LARMODADD

Maroc

Date de soumission : 26/06/2024

Date d'acceptation : 21/07/2024

Pour citer cet article :

BENSOUDA G. et OUKASSI M. (2024) « Investissements Socialement Responsables au Maroc : Analyse des Tendances de Recherche et de la Performance Financière », Revue Internationale des Sciences de Gestion « Volume 7 : Numéro 3 » pp : 437 - 456

Résumé

À l'heure actuelle, l'importance croissante des enjeux sociaux et environnementaux dans notre société moderne ne peut être niée ni sous-estimée, particulièrement dans le monde des affaires. En 2022, les actifs mondiaux sous gestion ISR étaient estimés à 30,3 trillions de dollars. Cet article vise à offrir une compréhension plus nuancée du fonctionnement des Investissements Socialement Responsables (ISR) dans les marchés émergents, comme le Maroc, en proposant une base de données consolidée et une analyse critique des recherches existantes. À travers l'analyse approfondie de la littérature académique sur les ISR au Maroc, nous mettons en évidence une variation dans la production de connaissances sur ce sujet avec un total de 17 articles publiés sur la période allant de 2014 à début Mars 2024. Nous révélons que le thème des ISR le plus étudié dans le contexte marocain est celui de la performance financière. Les résultats des recherches portant sur la performance financière des ISR au Maroc présentent des divergences similaires à celles observées dans la recherche ISR internationale.

Mots clés : Développement durable ; ESG ; ISR (Investissement Socialement Responsable); performance financière ; indice MASI.ESG.

Abstract

In today's society, the undeniable and rising importance of social and environmental issues, especially within the business realm, can no longer be overlooked or understated. In 2022, global assets under SRI management were estimated at \$30.3 trillion. This article aims to provide a more nuanced understanding of the functioning of Socially Responsible Investments (SRI) in emerging markets, such as Morocco, by offering a consolidated database and a critical analysis of existing research. Through an in-depth analysis of academic literature on SRIs in Morocco, we highlight a variation in knowledge production on this subject, with a total of 17 articles published between 2014 and early March 2024. We reveal that the most studied theme of SRI in the Moroccan context is financial performance. The research results on the financial performance of SRI in Morocco show similar divergences to those observed in international SRI research.

Keywords : Sustainable development ; ESG ; SRI (Socially Responsible Investments) ; financial performance ; MASI.ESG index.

Introduction

Les Principes pour l'Investissement Responsable (PRI) définissent l'Investissement Socialement Responsable (ISR) comme étant une approche qui consiste à intégrer les critères ESG (Environnemental, Social, Gouvernance) dans les décisions d'investissement. L'objectif des ISR est d'allier performance financière et impact positif sur la société et l'environnement. Leur étude s'inscrit dans le cadre plus large du développement durable. Il s'agit d'un domaine de recherche essentiel pour comprendre les interactions complexes entre l'économie, l'environnement et la société. Le marché des ISR s'est développé à tel point qu'en 2022, les actifs mondiaux sous gestion ISR s'estimaient à 30,3 trillions de dollars (GSIR,2022). Parallèlement, le monde académique regorge de publications sur les ISR spécialement concernant leur dimension financière. De nombreux articles ont tenté de répondre aux deux questions suivantes (voir section 1.2) :

- ✓ Les ISR sont-ils plus performants que les Investissements Conventionnels ?
- ✓ En temps de crise, les ISR sont-ils plus résilients que les Investissements Conventionnels ?

Les résultats obtenus divergent d'une étude à une autre. Certaines études montrent qu'intégrer les préoccupations environnementales et sociales entraîne une sous-performance. D'autres, au contraire, indiquent que les ISR surperforment les IC. D'autres encore concluent qu'il n'y a pas de différence significative entre les deux. A noter que les études diffèrent dans l'approche, la méthode de mesure, le benchmark et la période utilisée.

Au Maroc, les questions de durabilité se posent plus que jamais. Dans le but de promouvoir le développement durable dans son secteur financier, le pays a déployé plusieurs initiatives. Des produits d'investissement innovants ont émergé dans le marché financier marocain, tels que l'indice boursier MASI.ESG, les obligations vertes et les fonds d'investissement socialement responsables. Dans ce contexte, notre article regroupe les recherches académiques réalisées sur les ISR au Maroc et répond à la problématique suivante : « Comment la recherche sur les Investissements Socialement Responsables (ISR) au Maroc se positionne-t-elle face aux tendances mondiales ? ». Pour cela, une revue exhaustive de la littérature académique sur les ISR au Maroc a été réalisée, couvrant la période de 2014 à début mars 2024. Les articles sélectionnés ont été examinés pour identifier les thèmes principaux et les tendances de recherche. La suite de cet article est structurée comme suit. Dans la prochaine section, nous

abordons les tendances mondiales en matière d'Investissements Socialement Responsables (ISR) et nous identifions le thème de recherche le plus dominant des ISR. Nous soulignons également les divergences dans les approches méthodologiques et les résultats de la performance financière des ISR évalués par les chercheurs à travers le monde. La section qui suit correspond à celle de la méthodologie de recherche. Nous expliquons comment les données ont été collectées et analysées. La section de Résultats est présentée en trois parties. Une première partie qui nous permet de fournir des preuves quantitatives de la prévalence du concept d'ISR dans le débat public sur la période 2014 à Mars 2024 au Maroc. Une seconde partie où nous offrons une meilleure compréhension de l'état actuel des recherches au Maroc et ce, en répondant à la question suivante : « Quels sont les thèmes de recherche de la littérature des ISR au Maroc ? ». Une troisième partie où nous analysons les résultats des articles sur la performance financière de l'Investissement Socialement Responsable (ISR) au Maroc. La dernière section -conclusion- relate les aspects significatifs de cette dynamique de recherche et propose des recommandations.

1. Cadre théorique

1.1 Les thèmes majeurs des ISR

Les tendances mondiales en matière d'ISR sont marquées par plusieurs thèmes de recherche. Tout d'abord, l'accent est mis sur le comportement des investisseurs, le développement des ISR et leur performance. Ces dimensions émergent comme des points de focalisation essentiels dans la recherche académique sur les ISR et reflètent l'intérêt croissant pour ces questions à l'échelle mondiale (Luluk Widyawati, 2019). Allant dans le même sens, l'analyse factorielle et de clustering réalisée par Neenu Chalissery et al. (2022) a rapporté que la plupart des études se sont concentrées sur l'évaluation des ISR sous différents angles, notamment celui de l'entreprise, de l'investisseur, de l'évaluation de la performance ainsi que les perspectives politiques, sociales et environnementales. Cependant, malgré la diversité des dimensions abordées dans la littérature sur les ISR, les chercheurs s'accordent pour souligner que la performance financière des ISR est le thème le plus dominant (Gunther Capelle-Blancard, et al., 2012 et Luluk Widyawati, 2019 et Neenu Chalissery, et al., 2022). Les études sur la performance des ISR sont parmi les plus influentes et les plus récemment publiées dans la littérature sur les ISR. Il est aussi noté que la contribution des pays en développement et émergents à ce domaine de recherche reste limitée, avec une concentration plus importante des études réalisées dans des pays développés tels que les États-Unis et le Royaume-Uni. L'analyse

de la revue annuelle de l'Alliance internationale des investissements durables (Global Sustainable Investment Alliance, 2020) classe les actifs mondiaux des investissements responsables selon cinq zones géographiques : l'Europe, les États-Unis, le Canada, l'Australie et le Japon. Ceci met en évidence un besoin de recherche accrue pour les pays en développement et émergents pour enrichir la littérature sur les ISR et mieux comprendre leur impact à l'échelle mondiale.

1.2 La performance financière des ISR

Les recherches sur les performances des ISR ont suscité un intérêt croissant, soulignant les divergences dans les résultats et les approches méthodologiques. Hamilton et al. (1993) formulent trois hypothèses différentes sur la relation entre les rendements des investissements ISR et les rendements des véhicules d'investissement conventionnels. Les fonds éthiques ou indices éthiques peuvent surperformer, sous-performer ou avoir des performances équivalentes aux fonds ou indices conventionnels.

Pour pouvoir infirmer ou confirmer une de ces hypothèses, la recherche sur la performance des ISR est souvent explorée à travers l'examen d'indices boursiers, de fonds communs de placement et de portefeuilles ISR accompagné de différentes mesures de performance. Des études se sont concentrées sur la performance de l'indice Dow Jones European et Americas et n'ont trouvé aucune différence significative dans leurs rendements moyens par rapport aux indices globaux (Plantinga, et al., 2002). De même, Vermeir, et al., (2006), ont procédé à l'analyse Fama et French des rendements de six indices SR et ont conclu à une différence statistiquement non significative. La comparaison de Fonds Socialement Responsables (FSR) à des Indices Conventionnel (IC) ou à des Fonds Conventionnels (FC) avec des caractéristiques similaires, a aussi fait l'objet de plusieurs études académiques. Stewart Jones, et al., (2008) ont étudié la performance des rendements de 89 fonds éthiques en Australie sur la période 1986-2005. En utilisant un modèle multi-facteurs CAPM, ils ont constaté que les fonds éthiques sous-performaient significativement le marché en Australie, particulièrement au cours des cinq dernières années de leur période d'échantillonnage. Quant à Bauer, et al., (2005), ils ont mené des recherches sur les fonds mutuels éthiques en Allemagne, au Royaume-Uni et aux États-Unis sur une période allant de 1990 à 2001. Ils ont utilisé le CAPM ainsi que le modèle d'évaluation des actifs à quatre facteurs de Carhart pour leurs calculs de rendement et ont conclu

à une différence non significative entre les rentabilités ajustées du risque entre les fonds éthiques et non éthiques.

Un ensemble distinct d'études ont adopté l'approche qui consiste à comparer des portefeuilles socialement responsables élaborés par les chercheurs sur la base de notations sociétales positives (« bien notés ») avec des portefeuilles socialement responsables élaborés sur la base de notations sociétales négatives (« mal notés »), une méthode souvent désignée sous l'appellation PSR+ et PSR-, respectivement (Revelli, et al., 2012). Revelli et al., (2014) ont examiné les différences entre deux types de recherches : celle basée sur les données disponibles, telles que la performance des fonds existants, et celle où les chercheurs ont construit directement des portefeuilles ISR. Lorsque les académiciens ont étudié les niveaux de performance existants, les ISR ont eu un effet négatif clair sur la performance. Toutefois, lorsqu'ils ont créé leurs propres portefeuilles ISR en utilisant des notations sociales et en choisissant des actions à inclure dans leur échantillon, les ISR ont clairement et significativement généré de la valeur. A la suite de ces résultats, les auteurs ont soulevé deux questions fondamentales : *« les académiciens utilisent-ils des modèles et des stratégies plus efficaces que ceux utilisés par les gestionnaires de fonds ISR, ou sélectionnent-ils a priori les actions les plus performantes afin de mettre en avant et de promouvoir un "effet vert" ? »*.

Naturellement, les récentes recherches académiques se sont plus penchées sur l'évaluation de la performance financière des ISR dans le contexte de la crise sanitaire du Covid-19. Examiner l'impact du covid-19 sur la performance des ISR reflète une attention similaire à celle accordée à l'étude de la performance des ISR après la crise financière mondiale. Areal, et al., (2010), ont réalisé une étude portant sur 38 FSR américains pour la période 1993 à 2009 et ont constaté que les FSR performant mieux en temps de crise que les fonds classiques. Ce constat a été confirmé par Becchetti, et al., (2014), Nofsinger et al., (2014), Nakai et al., (2016). La plupart des études de ce genre montrent que les fonds axés sur les critères ESG ont affiché des performances supérieures (ou au moins comparables) à celles des fonds conventionnels pendant la pandémie, comme cela a été observé lors de la crise financière mondiale. Les résultats des recherches telles que celle d'Omura, et al., (2020), ont confirmé la surperformance des indices ISR pendant la pandémie soutenant ainsi la résilience des ISR et l'effet ESG. Parallèlement à cela, l'étude réalisée par Harabida, et al., (2022) sur les entreprises cotées en bourse au Maroc, en Égypte et en Turquie a révélé que toutes les entreprises cotées sur ces trois bourses ont souffert de la crise de la COVID-19, en enregistrant des rendements anormaux négatifs. Cependant, les entreprises

orientées vers les critères ESG cotées à la bourse turque ont été plus résilientes par rapport aux entreprises non-ESG et il se trouve que l'ISR aurait principalement sous-performé l'investissement conventionnel au Maroc et en Égypte. Dans l'ensemble, la profusion de recherche sur la performance financière des ISR est une tendance dominante dans la littérature mondiale, bien que cela suscite des interrogations quant à la diversité des approches méthodologiques et des résultats obtenus.

2. Méthodologie de recherche

Afin de recueillir l'ensemble des articles se consacrant à l'étude des ISR dans le contexte marocain, une démarche méthodique a été entreprise. Dans un premier temps, une recherche a été effectuée sur Google Scholar, suivi d'une seconde recherche sur Scopus et Web of Science. Ces plateformes offrent un accès aux revues académiques les plus influentes à l'échelle mondiale.

Sur Google Scholar, en utilisant les requêtes suivantes en anglais et en français « Investissement Socialement Responsable au Maroc », « sustainable responsible investment in Morocco », nous avons pu identifier 16 articles pertinents traitant spécifiquement des ISR au Maroc. Sur Scopus et Web of Science, en restreignant délibérément le champ d'étude à la région spécifique du Maroc et en utilisant la chaîne de recherche suivante : « investissement socialement responsable » OR « Socially responsible investment » OR « Sustainable responsible investment » OR « investissement éthique », OR « investissement durable », nous avons identifié 1 article centré sur les ISR au Maroc.

Les enregistrements des bases de données bibliographiques et de Google Scholar ont été examinés à deux niveaux différents : le titre, le résumé et le texte intégral. Dans les cas où les résumés et les titres fournissaient des informations insuffisantes, nous avons inclus les enregistrements pour un examen du texte intégral. Les articles exclus étaient ceux qui abordaient des thèmes connexes aux termes utilisés lors de la recherche 'investissements' 'responsabilité' 'social' 'Maroc' tels que la finance verte, la Responsabilité Sociale des Entreprises (RSE), la consommation responsable, l'entrepreneuriat social, la finance islamique et les fonds d'investissement au Maroc.

En combinant les résultats des bases de données bibliographiques et de Google Scholar, nous avons pu répertorier un total de 17 articles se penchant de manière approfondie sur le sujet des ISR au Maroc en langue anglaise et française.

Tableau N°1 : Les 17 articles analysés dans cette étude

Numéros d'articles	Auteurs	Date de publication	Titre
1	Fellaji, A.	2014	La performance de l'Investissement Socialement Responsable au Maroc
2	Chiadmi, M.	2017	La Finance durable et l'ISR au service d'une économie pérenne et responsable : Quelle dynamique au Maroc ?
3	Torra, M.; Bouslihim, A.	2019	L'investissement responsable et financement vert : un nouveau levier de développement
4	Boiti, M.	2019	Mesure et évaluation de la rentabilité financière d'un portefeuille socialement responsable sur le marché boursier marocain
5	Ennajar,O.; Boussedra, F.	2020	La performance financière de l'investissement socialement responsable : Essai de lecture
6	Boiti, M.; Souiri, M.	2020	Le profil des investisseurs socialement responsables au Maroc
7	Inchaouh, G.; Rifki,S.	2020	Durabilité & Finance : l'Investissement Socialement Responsable
8	Lagsir,S.;Moflih, Y.	2020	La performance de l'investissement responsable en période de crise sanitaire Covid-19 : Cas du Maroc
9	Amzil, L.	2020	Les indices Socialement Responsables entre performance financière et éthique : Cas du Casablanca ESG10
10	Hanine,Y.; Tkiouat,M.; Lahrichi,Y.	2021	An alternative framework for the optimization of socially responsible portfolios applied to the moroccan stock exchange
11	Erraitab.; El Khamlichi.	2022	Ethical and Conventional Stock Price Performance : An Empirical Investigation under CAPM-GARCH Models

12	Harabida, M.; Radi, B.; Gueyie, J.P.	2022	Socially Responsible Investment During the COVID-19 Pandemic: Evidence from Morocco, Egypt and Turkey
13	Elouidani, A.; Outouzzalt, A.; El Ouidani, R.	2022	L'effet des critères ESG sur les décisions d'investissement
14	Hmioui, A.; Badr Bentalha, B. ; Alla, L.	2022	Ethique et résilience des fonds de placement : Le cas des OPCVM au Maroc en contexte de crise du COVID-19
15	Nakhcha, M.; Tlaty, M.	2023	La finance durable et les investissements socialement responsables au Maroc : défis et opportunités
16	Boussedra, F.; Ennajar, O.	2023	Ethique financière : La liquidité des titres socialement responsables : Cas de la bourse des valeurs de Casablanca
17	Chentoufi, M.A.; Aniss, A.A.	2024	Analysis of sources of risk in socially responsible investment: The Moroccan case

Source : Elaboré par l'Auteur

Dans le but d'évaluer les tendances en matière de production de connaissances sur les ISR au Maroc, la recherche de « Investissement Socialement Responsable au Maroc » a également été effectuée sur Google en filtrant par actualités, afin d'identifier le nombre de journaux ayant traité le sujet des ISR au Maroc. Cette recherche a abouti à un total de 105 actualités comme résultat. En guise d'observation préliminaire, il semble que les journaux portent une attention relativement plus marquée aux questions liées aux ISR, comme en témoigne le résultat élevé obtenu comparé aux nombres d'articles académiques retrouvés. La prédominance des articles de journaux sur les ISR au Maroc peut être vue comme un outil efficace de promotion de la finance durable et des efforts déployés pour développer les ISR dans le pays. Il est fort probable que l'intérêt suscité par les articles de journaux peut servir de catalyseur pour inciter les universitaires et les chercheurs à explorer davantage ces sujets, à mener des études approfondies et à produire des publications académiques qui enrichissent la compréhension des ISR dans le contexte marocain. La comparaison entre le nombre de publications sur les ISR réalisées par les journalistes et les chercheurs académiques offre un point de départ intéressant pour

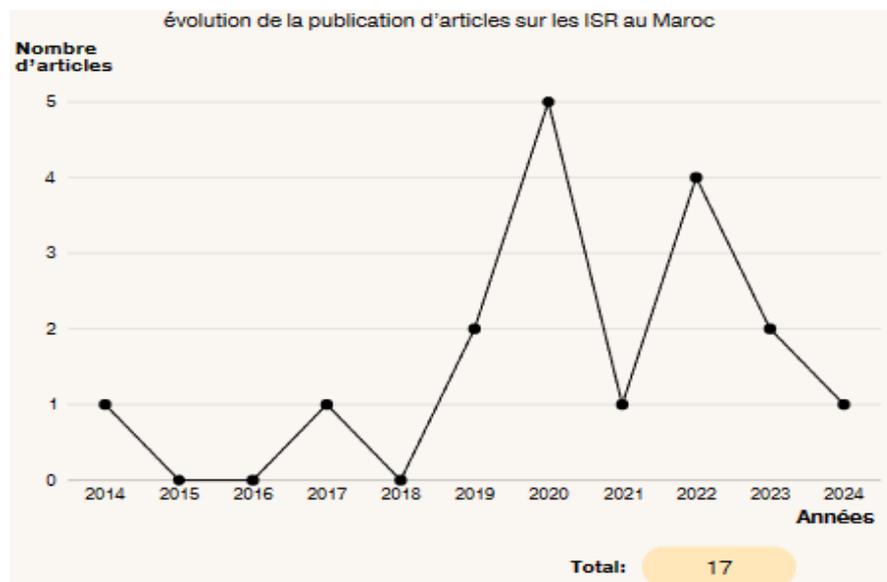
comprendre l'évolution de la littérature sur ce sujet au Maroc. En observant cette disparité, il nous est paru pertinent d'approfondir l'analyse en se concentrant sur la croissance de la littérature académique. Pour pousser les choses encore plus loin et mieux saisir les tendances émergentes, les évolutions dans le champ des ISR et les contributions des chercheurs à ce domaine, nous avons réalisé une analyse approfondie des contenus des 17 articles retrouvés. L'évolution de la publication d'articles académiques sur les ISR au Maroc est illustrée dans la figure 1. La répartition des thèmes des ISR au Maroc est exposée dans la figure 2. La divergence des résultats de recherches sur la performance financière des ISR au Maroc est représentée dans les tableaux 2 et 3.

3. Résultats et discussion

3.1 Croissance de la littérature des ISR au Maroc

Dans cette sous-section, nous fournissons des preuves quantitatives de la prévalence du concept d'ISR dans le débat public sur la période 2014 à début Mars 2024 au Maroc. Nos requêtes confirment l'engouement pour l'ISR, tant en termes relatifs qu'absolus.

Figure N°1 : Evolution de la publication d'articles sur les ISR au Maroc



Source : Elaboré par l'Auteur

L'analyse de la croissance de la littérature académique sur le contexte des ISR au Maroc révèle une tendance fluctuante au cours des années. Le premier article retrouvé à avoir abordé le sujet des ISR au Maroc a été publié en 2014. Il marque le début de l'intérêt académique pour ce sujet.

Cependant, les années suivantes ont montré une absence notable de publications académiques sur les ISR au Maroc, avec aucune publication en 2015, 2016 et 2018. En 2017, un léger regain d'intérêt s'est manifesté avec la publication d'un seul article. Cette tendance s'est renforcée en 2019, avec deux articles supplémentaires, et en 2020, avec cinq publications, signalant une augmentation significative de l'attention portée aux ISR dans le contexte marocain. Dans l'année suivante, un article a été publié puis quatre autres en 2022. Une légère diminution est encore une fois observée en 2023, avec seulement deux articles, suivie d'une nouvelle publication durant les deux premiers mois de 2024.

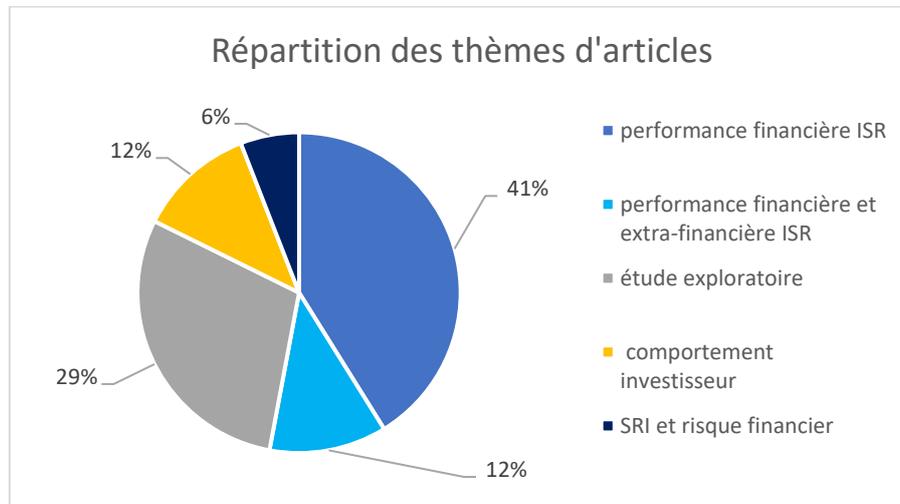
En moyenne, sur la période examinée de 2014 à début Mars 2024, nous avons retrouvé 17 articles publiés dans le domaine des ISR dans le contexte marocain (tableau 1). Cette analyse révèle une évolution irrégulière de la production académique sur les ISR au Maroc, avec des années de croissance et d'activité suivies de périodes de silence relatif. Malgré ces fluctuations, l'intérêt persistant pour les ISR dans le contexte marocain reste évident, suggérant une reconnaissance croissante de l'importance des questions de responsabilité sociale et environnementale dans le domaine de l'investissement au Maroc, ainsi qu'un besoin continu de recherche et de compréhension dans ce domaine spécifique.

3.2 Thèmes de recherche sur l'ISR au Maroc

L'intérêt pour les ISR dans le contexte marocain est croissant. Dans le but de fournir une meilleure compréhension de l'état actuel des recherches sur le domaine spécifique au Maroc et les tendances de recherche, nous répondons à la question suivante : « Quels sont les thèmes de recherche de la littérature des ISR au Maroc ? ».

L'analyse des contenus des 17 articles portant sur l'ISR au Maroc met en lumière la prédominance des études sur la performance financière. Sur les 17 articles retrouvés, 9 ont principalement examiné la performance financière des ISR en recourant à diverses approches et techniques de mesure. Parmi ces 9 articles, 2 ont également abordé la question de la performance extra-financière des ISR dans le contexte marocain. Par ailleurs, 5 des 17 articles ont été consacrés à des études exploratoires sur les ISR, leur développement et/ou à des états des lieux de l'ISR au Maroc. Deux articles ont axé leurs analyses sur le comportement des investisseurs, tandis qu'un seul article s'est penché sur la relation des ISR avec le risque financier. Cette répartition des thèmes de recherche est représentée dans la figure 2.

Figure N°2 : Répartition des thèmes de recherche des ISR au Maroc



Source : Elaboré par l'Auteur

Tout comme les tendances mondiales de recherche sur les ISR, le thème dominant dans la littérature académique sur les ISR au Maroc est celui de la performance financière. Cette focalisation sur la performance financière des ISR peut être motivée par plusieurs facteurs, notamment l'intérêt croissant des investisseurs pour les aspects financiers de leurs décisions d'investissement (savoir si les ISR sont aussi rentables, voire plus rentables, que les investissements traditionnels), ainsi que la volonté de démontrer l'impact positif des ISR sur les rendements financiers. Dans un contexte où la finance durable gagne en popularité et où les acteurs du marché cherchent des moyens de concilier rentabilité financière et responsabilité sociale, il est logique que la recherche académique se concentre largement sur ce thème. En somme, la prédominance du thème de l'évaluation de la performance financière des ISR au Maroc reflète la tendance mondiale et souligne l'importance de cette question dans le domaine des ISR. Cependant, il est également essentiel de continuer à explorer d'autres aspects des ISR, tels que leurs impacts sociaux et environnementaux, afin d'obtenir une image complète de leur contribution à la durabilité et à la responsabilité globale des investissements.

3.3 Analyse des articles sur la performance financière des ISR au Maroc

Plusieurs approches ont été utilisées pour évaluer la performance financière des ISR ; Comparaison de Fonds Socialement Responsable (FSR) avec Fonds Conventionnel (FC), comparaison de portefeuille ISR élaboré avec un Indice Conventionnel (IC), comparaison de

portefeuilles élaborés par les chercheurs (tableau 2) comparaison de l'indice SR avec un indice conventionnel (tableau 3).

Tableau N°2 : Méthodologies d'évaluation des ISR au Maroc

Numéro de l'article	Approche	Outils de mesure	Période	Impact ISR
1	FSR vs FC + élaboration de portefeuilles	Ratio de Sharpe	15/10/2010 à 15/10/2013	+
4	Pf ISR vs IC (MASI)	Beta, Ratio de Sharpe, Treynor, alpha de Jensen	2008 à 2015	+
10	Pf ISR vs Pf Conventionnel	Fuzzy MCDM Logarithmic return	2016 à 2018	=
12	Entreprises ESG vs Entreprises non-ESG	CAAR + analyse graphique	222 jours à compter du 11/03/2020	-
14	FSR vs FC	Ratio de Sharpe	2020 à 2021	-

Source : Elaboré par l'Auteur

Fellaji, et al., (2014) ont comparé les fonds éthiques avec les fonds conventionnels ainsi que les portefeuilles de sociétés bien notées et mal notées sur une période de trois ans de 2010 à 2013. Leur étude a utilisé le ratio de Sharpe et a conclu à une surperformance des ISR par rapport aux investissements conventionnels, suggérant ainsi un potentiel attractif des ISR pour les investisseurs marocains. Boiti., (2019) a élaboré un portefeuille ISR après avoir réalisé une évaluation financière et extra-financière des sociétés cotées. Ce portefeuille ISR a ensuite été comparé à l'indice conventionnel MASI sur une période de 2008 à 2015, répartie en trois périodes (court terme, moyen terme et long terme). Les résultats de cette étude ont également confirmé une surperformance des ISR, soulignant ainsi leur capacité à générer des rendements supérieurs sur différentes périodes temporelles. Dans une étude menée par Hanine, et al., (2021), 14 actifs cotés à la Bourse de Casablanca, représentant les meilleurs performeurs en RSE, ont été sélectionnés. À partir des prix quotidiens historiques des actifs de l'échantillon de janvier 2016 à décembre 2018, ils ont calculé les rendements mensuels pour chaque actif. Les résultats de l'étude soutiennent les études précédentes qui montrent que les portefeuilles ISR

ont tendance à performer de manière similaire aux portefeuilles conventionnels. Cependant, le portefeuille ISR permet à l'investisseur d'atteindre son objectif éthique avec seulement un léger sacrifice financier. Les résultats obtenus par Harabida, et al., (2022) et Hmioui, et al., (2022) ont, quant à eux, apporté un éclairage différent. Leurs analyses de la performance des ISR par rapport aux IC pendant la crise de la Covid-19 ont révélé une sous-performance des ISR durant cette période tumultueuse. Cette conclusion soulève des questions sur la résilience des ISR face à des chocs économiques majeurs, tels que la pandémie de Covid-19.

Tableau N°3 : Études utilisant l'approche de comparaison d'indices au Maroc (indice MASI.ESG vs indice conventionnel)

Numéro de l'article	Approches	Benchmark	Période	Impact ISR
8	Comparaison d'indices	FTSE15	Mars à Septembre 2020	=
9	Comparaison d'indices	MASI	01/10/2018 à 30/12/2020	-
11	Comparaison d'indices	MASI	Janvier 2019 à Décembre 2021	-
16	Comparaison d'indices	MSI20	2020 à 2021	=

Source : Elaboré par l'Auteur

En 2018, la Bourse de Casablanca a lancé l'indice MASI.ESG, initialement appelé Casablanca ESG 10, visant à intégrer les critères environnementaux, sociaux et de gouvernance (ESG) dans l'évaluation des performances des entreprises cotées. Ceci explique le fait que les études ayant eu recours à la comparaison d'indices ont toutes été menées durant la période de la crise sanitaire de Covid-19 avec des périodes d'observation variables tout au long de cette période. Comme illustré dans le tableau 3 ci-dessus, l'indice MASI.ESG a été confronté à différents indices de référence (MASI, MASI20, FTSE 15). Parallèlement à une évaluation graphique de l'évolution historique de la valeur des indices, différentes analyses statistiques descriptives ont été employées et une série de ratios de performance ont été utilisés (Jensen's alpha, Sharpe's ratio, Sortino's ratio, ainsi que deux ratios améliorés de Sharpe basés sur d'autres indicateurs de risque ; semi-variance et VaR, ratio Omega et l'estimation d'un modèle CAPM-GARCH). Les conclusions tirées des études utilisant l'indice MASI comme benchmark sont similaires. Elles démontrent de manière unanime que la performance financière de l'indice MASI.ESG est

inférieure à celle de l'indice conventionnel. En revanche, les études ayant opté pour un indice autre que le MASI comme benchmark ont statistiquement conclu qu'il n'existait pas de différence significative entre les deux indices.

4. Discussion

Les résultats des 9 articles fournissent un éventail de perspectives sur la performance des ISR au Maroc. Alors que certains articles concluent à une surperformance des ISR par rapport aux investissements conventionnels, d'autres rapportent une performance similaire ou une sous-performance. Les différences observées dans les résultats des études peuvent être attribuées à plusieurs facteurs, notamment le choix des approches, des outils de mesure de performance et des benchmarks. Ces facteurs sont essentiels pour déterminer la performance des véhicules ISR par rapport à leurs homologues conventionnels. Il convient de noter que de nombreuses études utilisent plus d'un outil de mesure de performance, ce qui peut également contribuer à la diversité des résultats obtenus. De plus, la période étudiée, qu'elle soit à court terme ou à long terme, ainsi que sa spécificité (qu'il s'agisse d'une période normale ou de crise économique), peuvent également influencer les conclusions des études. La performance des ISR peut être expliquée aussi par l'âge précoce du marché des indices socialement responsables au Maroc. Le MASI.ESG n'a été lancé que très récemment en 2018 par rapport aux périodes étudiées, ce qui limite l'horizon temporel étudié et empêche l'indice de bénéficier pleinement d'une analyse aboutie. Par conséquent, il sera nécessaire de vérifier ces résultats à l'avenir, lorsque le marché marocain de l'investissement responsable aura atteint sa maturité. En combinant ces divers éléments, l'importance de considérer le contexte économique et les méthodologies d'évaluation utilisées dans chaque étude est évidente.

En somme, les résultats obtenus montrent que la recherche sur la performance financière des ISR au Maroc présente des similitudes avec les tendances mondiales observées dans la littérature académique internationale. La recherche des ISR au Maroc s'inscrit dans un contexte mondial où la discussion sur leur rentabilité demeure un sujet d'intérêt et de débat au sein de la communauté académique et des praticiens financiers.

Conclusion et recommandations

Le présent article a cherché à savoir comment la recherche sur les ISR se positionne au Maroc par rapport aux tendances observées à l'échelle mondiale. Notre analyse a mis en lumière plusieurs aspects significatifs de cette dynamique, mettant en évidence à la fois les similitudes

et les divergences entre les recherches nationales et internationales sur ce sujet crucial. Tout d'abord, nous avons constaté un intérêt croissant pour les ISR au Maroc malgré des variations dans la production académique qui date de 2014. Notre analyse approfondie des contenus des 17 articles a révélé que la performance financière des ISR est le thème dominant de la recherche ISR au Maroc, ce qui reflète une tendance similaire observée à l'échelle mondiale. Les résultats obtenus dans les études sur la performance financière des ISR au Maroc présentent des divergences similaires à celles observées dans la recherche ISR internationale ; des études suggèrent que les ISR peuvent être aussi et voire plus rentables que les investissements conventionnels tandis que d'autres trouvent que les ISR sous-performent les investissements conventionnels. L'hétérogénéité des résultats peut être attribuée à plusieurs facteurs, notamment les différences dans les méthodes et benchmarks utilisés, ainsi que la spécificité des périodes étudiées, telles que les périodes de crise économique ou sanitaire.

En fin de compte, cet article met en évidence l'importance de poursuivre la recherche sur les ISR au Maroc, en tenant compte des enseignements tirés des travaux internationaux tout en prenant en considération les particularités locales. Cette démarche contribuera à enrichir la compréhension des ISR dans le contexte marocain et à informer les décideurs politiques, les praticiens financiers et les chercheurs sur les implications des ISR pour le développement durable et la stabilité économique du pays.

Étant donné les résultats contrastés observés dans notre analyse concernant la performance des ISR au Maroc, il serait crucial de mener des études de la performance à long terme des ISR dans différentes conditions économiques et de marché afin de fournir une compréhension plus claire de leur efficacité en tant que stratégies d'investissement.

Avec la pandémie de Covid-19, il est raisonnable de supposer que le comportement des investisseurs continuera d'être un thème récurrent dans les années à venir. Par conséquent, il est impératif pour les chercheurs d'explorer la façon dont les investisseurs marocains se comportent pendant et après de tels événements sans précédent. Il serait aussi avantageux que les futures études abordent les subtilités des indicateurs de performance financière, tels que les indicateurs extra-financiers et l'éthique réelle derrière les ISR. Cela impliquerait d'examiner non seulement les rendements financiers, mais aussi les impacts sociaux et environnementaux des ISR pour fournir une évaluation plus complète de leur proposition de valeur.

En conclusion, notre article souligne l'importance des facteurs contextuels spécifiques dans la performance des ISR et contribue à une compréhension plus nuancée du fonctionnement des ISR dans les marchés émergents comme le Maroc. Les résultats de l'article offrent non seulement une base de données consolidée et une analyse critique des recherches existantes qui peut servir de point de départ pour de futures études mais peuvent aussi aider les investisseurs à mieux comprendre les performances potentielles des ISR au Maroc, en tenant compte des divergences observées.

Financement :

Le travail est réalisé avec le soutien du CNRST dans le cadre du programme « PhD-Associate Scholarship – PASS ».

BIBLIOGRAPHIE :

Fellaji, A., & Belkheiri, O. (2014, October). La performance de l'Investissement Socialement Responsable au Maroc. *Revue RMSM*, 3. Récupéré sur ResearchGate : <https://www.researchgate.net/publication/352151827>

Chiadmi, M. (2017, November). La Finance durable et l'ISR au service d'une économie pérenne et responsable : Quelle dynamique au MAROC ? *European Scientific Journal*, 13(31). DOI: 10.19044/esj.2017.v13n31p418

BOITI M. (2019), Mesure et évaluation de la rentabilité financière d'un portefeuille socialement responsable sur le marché boursier marocain, *Revue du contrôle, de la comptabilité et de l'audit* « Numéro 8 : Mars 2019 / Volume 3 : numéro 4 » p : 451- 474

TORRA, M., & Bouslihim, A. (2019, novembre). L'investissement responsable et financement vert: un nouveau levier de développement durable. *Journal d'Economie, de Management, d'Environnement et de Droit (JEMED)*, 2(3).

LAGSIR. S & MOFLIH. Y (2020), La performance de l'investissement responsable en période de crise sanitaire Covid-19 : Cas du Maroc, *Revue Internationale des Sciences de Gestion* « Volume 3 : Numéro 2 » pp : 868 – 892.

BOITI M. & SOURI M. (2020), Le profil des investisseurs socialement responsables au Maroc, *Revue du contrôle, de la comptabilité et de l'audit* « Volume 4 : numéro 2 » pp : 676 – 701. <https://doi.org/10.5281/zenodo.3740634>

INCHAOUH, G., & RIFKI, S. (2020, juillet). Durabilité & Finance : l'Investissement Socialement Responsable. *Revue AME*, 2(3), 480-498.

AMZIL, L. (2020). Les indices Socialement Responsables entre performance financière et éthique : Cas du Casablanca ESG10. *Revue JBE*, 8(1&2).

ENNAJAR.O & BOUSSEDRA F. (2020), La performance financière de l'investissement socialement responsable : Essai de lecture, *Revue du contrôle, de la comptabilité et de l'audit* « Volume 4 : numéro 2 » pp : 577 – 603

Hanine, Y., Tkiouat, M., & Lahrichi, Y. (2021). An alternative framework for the optimization of socially responsible portfolios applied to the Moroccan stock exchange. *International Journal of the Analytic Hierarchy Process*, 13(1). <https://doi.org/10.13033/ijahp.v13i1.831>

NAKHCHA, M., & TLATY, M. (2023). La finance durable et les investissements socialement responsables au Maroc : défis et opportunités. *International Journal of Accounting, Finance, Auditing, Management and Economics*, 4(6-1), 208-222. <https://doi.org/10.5281/zenodo.10292264>

Boussedra F. et O. Ennajar (2023), Ethique financière : La liquidité des titres socialement responsables : Cas de la bourse des valeurs de Casablanca, *Recherches et Applications en Sciences Economiques et de Gestion*, Vol. 2, No. 1, pages : 1-11.

Hmioui A., Bentalha B. et Alla L., (2022), Ethique et résilience des fonds de placement : Le cas des OPCVM au Maroc en contexte de crise du COVID-19, Recherches et Applications en Sciences Economiques et de Gestion, Vol 1, No 1, pages : 37-54.

Harabida, M., Radi, B., & Gueyie, J.-P. (2022). Socially responsible investment during the COVID-19 pandemic: Evidence from Morocco, Egypt, and Turkey. *International Journal of Economics and Finance*, 14(4). <https://doi.org/10.5539/ijef.v14n4p65>

Erraitab, E., & El Khamlichi, A. (2022). Ethical and conventional stock price performance: An empirical investigation under CAPM-GARCH models. *International Journal of Social and Administrative Sciences*, Vol 7, No. 2, 53-68. DOI: 10.55493/5051.v7i2.4625

Elouidani, A., Outouzzalt, A., & El Ouidani, R. (2022). L'effet des critères ESG sur les décisions d'investissement. *Revue REMSES*, Numéro 2, ISSN : 2489-2068.

Alami Chentoufi, M., & Ait Alla, A. (2024). Analysis of sources of risk in socially responsible investment: The Moroccan case. *International Journal of Applied Economics, Finance and Accounting*, 18(1), 107-119. <https://doi.org/10.33094/ijaefa.v18i1.1333>

Neenu Chalissery, Mosab I. Tabash, Mohamed Nishad T & Mamdouh Abdulaziz Saleh Al-Faryan (2023) A bibliometric analysis of socially responsible investment based on thematic clustering, *Cogent Business & Management*, 10:1, 2154057, DOI: 10.1080/23311975.2022.2154057

Widyawati, L. (2019). A systematic literature review of socially responsible investment and environmental social governance metrics. *Business Strategy and the Environment*, 1-19. <https://doi.org/10.1002/bse.2393>

Capelle-Blancard, G., & Monjon, S. (2012). Trends in the literature on socially responsible investment: looking for the keys under the lamppost. *Business Ethics: A European Review*, 21(3). <https://doi.org/10.1111/j.1467-8608.2012.01658.x>

Hamilton, S., Jo, H., & Statman, M. (1993). Doing Well While Doing Good? The Investment Performance of Socially Responsible Mutual Funds. *Financial Analysts Journal*, 49(6), 62-66. DOI: 10.2469/faj.v49.n6.62

Plantinga, A., Scholtens, B., & Brunia, N. (2002). Exposure to socially responsible investing of mutual funds in the Euronext stock markets. *Research Institute Economics, Econometrics and Finance*.

Vermeir, W., & Friedrich, C. (2006). La performance de l'ISR. *Revue d'économie financière*, 85, 107-120.

LE SAOUT E. « Indice, mon bel indice : dis moi qui est le plus performant - Le cas des indices éthiques », *Banque & Marchés*, Vol. 74, 2005b, p. 24-31.

Revelli, C., & Sentis, P. (2012). L'investissement socialement responsable diffère-t-il vraiment de l'investissement conventionnel ? *La Revue des Sciences de Gestion*, 2012(3), 85-95. DOI: 10.3917/rsg.255.0085

Jones, S., Van der Laan, S., Frost, G., & Loftus, J. (2008). The investment performance of socially responsible investment funds in Australia. *Journal of Business Ethics*.

Bauer, R., Koedijk, K., & Otten, R. (2005). International evidence on ethical mutual fund performance and investment style. *Journal of Banking & Finance*, 29(7), 1751-1767. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2004.06.035>

Revelli, C., & Viviani, J.-L. (2014). Financial performance of socially responsible investing (SRI): What have we learned? A meta-analysis. *Business Ethics: A European Review*. <https://doi.org/10.1111/beer.12076>

Brandão da Costa Areal, Nelson Manuel de Pinho and Ceu Cortez, Maria and Silva, Florinda, Investing in Mutual Funds: Does it Pay to Be a Sinner or a Saint in Times of Crisis? (September 13, 2010). Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=1676391> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1676391>

Becchetti, Leonardo and Ciciretti, Rocco and Herzel, Stefano and Dalò, Ambrogio, Socially Responsible and Conventional Investment Funds: Performance Comparison and the Global Financial Crisis (February 18, 2014). CEIS Working Paper No. 310, Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2397939> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2397939>

Nofsinger, J., & Varma, A. (2014). Socially responsible funds and market crises. *Journal of Banking & Finance*, 48, 180-193. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2013.12.016>

Nakai, M., Yamaguchi, K., & Takeuchi, K. (2016). Can SRI Funds Better Resist Global Financial Crisis? Evidence from Japan. *International Review of Financial Analysis*, 48. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2016.09.002>

Omura, Akihiro & Roca, Eduardo & Nakai, Miwa, 2021. "Does responsible investing pay during economic downturns: Evidence from the COVID-19 pandemic," *Finance Research Letters*, Elsevier, vol. 42(C). DOI: 10.1016/j.frl.2020.101914

Global Sustainable Investment Alliance. (2022). Retrieved from [Global Sustainable Investment Review 2022 | GSIA \(gsi-alliance.org\)](https://www.gsi-alliance.org/)

Global Sustainable Investment Alliance. (2020). Retrieved from [Global Sustainable Investment Review 2020 | IFC Beyond the Balance Sheet](https://www.gsi-alliance.org/)