

MASI ESG et performance boursière : Analyse du cas de la bourse de Casablanca

MASI ESG and Stock Market Performance: Evidence from the Casablanca Stock Exchange

Mohammed OUARGANI, (Doctorant)

*Laboratoire de Recherche en Entrepreneuriat, Finance et audit (LAREFA)
 Ecole nationale de commerce et de gestion, Agadir,
 Université IBN ZOHR, Maroc*

Bouchra RADI, (Enseignante chercheuse)

*Laboratoire de Recherche en Entrepreneuriat, Finance et audit (LAREFA)
 Ecole nationale de commerce et de gestion, Agadir,
 Université IBN ZOHR, Maroc*

Adresse de correspondance :	Ecole Nationale de Commerce et de Gestion (ENCG) d'Agadir Téléphone : 05 28 22 57 48
Déclaration de divulgation :	Les auteurs n'ont pas connaissance de quelconque financement qui pourrait affecter l'objectivité de cette étude. Ils assument l'entière responsabilité de tout éventuel plagiat, de l'usage de l'intelligence artificielle dans la rédaction, ainsi que des résultats présentés dans cet article.
Conflit d'intérêts :	Les auteurs ne signalent aucun conflit d'intérêts.
Citer cet article	OUARGANI, M., & RADI, B. (2025). MASI ESG et performance boursière : Analyse du cas de la bourse de Casablanca . <i>International Journal of Accounting, Finance, Auditing, Management and Economics</i> , 6(11), 427–437. https://doi.org/10.5281/zenodo.17364014
Licence	Cet article est publié en open Access sous licence CC BY-NC-ND

Received: 24/09/2025

Accepted: 25/10/2025

International Journal of Accounting, Finance, Auditing, Management and Economics - IJAFAME

ISSN: 2658-8455

Volume 6, Issue 11 (2025)

MASI ESG et performance boursière : Analyse du cas de la bourse de Casablanca

Résumé :

Cet article analyse l'impact de l'inclusion dans l'indice MASI ESG de la Bourse de Casablanca sur la performance boursière des entreprises cotées. Dans un contexte où les critères environnementaux, sociaux et de gouvernance (ESG) prennent une importance croissante dans les décisions d'investissement, la recherche vise à déterminer si l'appartenance à un indice ESG améliore effectivement la performance ajustée au risque sur le marché marocain. L'étude repose sur une base de 782 observations couvrant la période de novembre 2023 à juin 2025. Trois indicateurs de performance ont été retenus — le rendement mensuel, la volatilité et le ratio de Sharpe — afin d'évaluer la performance ajustée au risque. Les données ont été traitées à l'aide du logiciel SPSS, en mobilisant des statistiques descriptives et une analyse de régression linéaire destinée à tester l'effet de l'inclusion ESG sur le ratio de Sharpe.

Les résultats empiriques révèlent une relation positive et statistiquement significative entre l'inclusion dans l'indice MASI ESG et la performance ajustée au risque. Les entreprises affichant de meilleures pratiques ESG présentent globalement une volatilité plus faible et une rentabilité ajustée supérieure, suggérant que le MASI ESG constitue un signal de confiance pour les investisseurs et un levier de développement de la finance durable au Maroc.

Mots clés : Inclusion ESG, performance boursière, Ratio Sharpe, étude comparative

JEL Classification : M10

Type du papier : Recherche empirique

Abstract:

This paper examines the impact of inclusion in the MASI ESG index of the Casablanca Stock Exchange on the stock market performance of listed companies. In a context where environmental, social, and governance (ESG) criteria are becoming increasingly important in investment decisions, the study seeks to determine whether ESG index membership effectively enhances risk-adjusted performance in the Moroccan market.

The analysis is based on a dataset of 782 observations covering the period from November 2023 to June 2025. Three performance indicators were considered—monthly return, volatility, and the Sharpe ratio—to assess risk-adjusted performance. Data were processed using SPSS, combining descriptive statistics with a linear regression analysis testing the effect of ESG inclusion on the Sharpe ratio.

Empirical results reveal a positive and statistically significant relationship between inclusion in the MASI ESG index and risk-adjusted performance. Firms with higher ESG standards exhibit lower volatility and superior adjusted returns, suggesting that the MASI ESG index serves as a credible signal for investors and a lever for promoting sustainable finance in Morocco.

Keywords: ESG inclusion, stock market performance, Sharpe ratio, comparative study.

Classification JEL : M10

Paper type: Empirical Research

1. Introduction :

Depuis une vingtaine d'années, la finance mondiale connaît une transformation majeure marquée par l'intégration des critères environnementaux, sociaux et de gouvernance (ESG) dans les décisions d'investissement. Cette évolution découle de la prise de conscience croissante des enjeux liés au développement durable, à la responsabilité sociétale des entreprises (RSE) et à la gouvernance d'entreprise. Les investisseurs institutionnels comme individuels cherchent désormais à concilier performance financière et impact extra-financier, donnant naissance à une nouvelle approche : l'investissement socialement responsable (ISR). Selon la Global Sustainable Investment Alliance (2024), plus d'un tiers des actifs mondiaux sous gestion intègrent aujourd'hui des considérations ESG, ce qui témoigne d'un changement profond des paradigmes financiers et d'une réorientation vers la finance durable.

Dans ce contexte, les marchés boursiers ont progressivement développé des indices ESG visant à identifier les entreprises respectant les meilleures pratiques en matière de durabilité et de transparence. Ces indices remplissent une double fonction : ils constituent à la fois des instruments de mesure de la performance extra-financière et des repères pour les investisseurs désireux d'intégrer la durabilité dans leurs stratégies d'allocation d'actifs. De tels indices existent aujourd'hui dans la majorité des places financières internationales — tels que le Dow Jones Sustainability Index (DJSI) ou le FTSE4Good — et permettent de vérifier si l'engagement ESG constitue un facteur de création de valeur pour les entreprises concernées.

Le Maroc n'échappe pas à cette dynamique. Soucieuse d'encourager l'investissement responsable et d'améliorer la transparence du marché, la Bourse de Casablanca a lancé en 2018, en partenariat avec l'agence Vigeo Eiris, le premier indice marocain dédié à la durabilité : le CASA ESG 10, devenu en 2023 le MASI ESG. Cet indice regroupe désormais une vingtaine d'entreprises sélectionnées pour leurs performances ESG, selon des critères rigoureux établis par le référentiel international Refinitiv ESG Scores. L'objectif de cette initiative est de valoriser les sociétés engagées dans une démarche de développement durable et d'inciter les autres à améliorer leurs pratiques de gouvernance, de gestion environnementale et de responsabilité sociale.

Cependant, l'émergence de ces indices soulève une question essentielle, au cœur des débats académiques et professionnels : l'inclusion dans un indice ESG améliore-t-elle réellement la performance boursière des entreprises concernées ? Autrement dit, les entreprises jugées plus responsables et transparentes sont-elles également plus performantes sur le plan financier et boursier ? Si la littérature internationale tend à montrer une relation positive entre les pratiques ESG et la performance ajustée au risque (Friede, Busch & Bassen, 2015 ; Garel & Petit-Romec, 2021), certaines études suggèrent au contraire que les exigences ESG peuvent engendrer des coûts additionnels susceptibles de réduire la rentabilité à court terme (Revelli & Viviani, 2015). Dans les marchés émergents, où les structures institutionnelles et la liquidité des marchés demeurent limitées, cette relation mérite une analyse spécifique, tant les résultats peuvent différer selon le contexte économique, la réglementation et le niveau de maturité du marché financier.

Dans le cas marocain, peu de travaux empiriques se sont intéressés au lien entre l'inclusion dans le MASI ESG et la performance boursière. Or, comprendre cette relation est crucial pour évaluer l'attractivité de la finance durable au Maroc et son potentiel à orienter les flux d'investissement vers des entreprises responsables. L'étude présentée dans cet article s'inscrit dans cette perspective. Elle propose une analyse empirique approfondie de l'effet de l'inclusion dans l'indice MASI ESG sur la performance ajustée au risque des entreprises cotées à la Bourse de Casablanca, en s'appuyant sur un échantillon de 40 sociétés réparties en deux groupes : celles incluses dans le MASI ESG et un groupe témoin de sociétés comparables non incluses.

Pour mesurer la performance, la recherche mobilise le ratio de Sharpe, indicateur central permettant d'évaluer la performance ajustée au risque en intégrant simultanément le rendement et la volatilité (Sharpe, 1966). L'analyse empirique repose sur des données mensuelles couvrant la période allant de novembre 2023 à juin 2025, et mobilise des techniques statistiques sous SPSS, notamment un modèle de régression linéaire visant à tester l'effet de l'inclusion ESG sur le ratio de Sharpe.

Les résultats obtenus montrent que les entreprises incluses dans le MASI ESG présentent une volatilité plus faible, un rendement moyen légèrement supérieur, et surtout un ratio de Sharpe positif et significatif, contrairement aux entreprises non ESG dont la performance ajustée au risque demeure négative. Ces résultats confirment ainsi l'existence d'une relation positive entre l'inclusion ESG et la performance boursière, suggérant que l'ESG constitue non seulement un facteur de stabilité et de résilience, mais également un signal de confiance pour les investisseurs sur le marché marocain.

Cet article s'inscrit dans le prolongement des recherches sur la finance durable et apporte une contribution spécifique au contexte des marchés émergents. Elle vise à éclairer la question suivante : *dans quelle mesure l'inclusion dans un indice ESG tel que le MASI ESG influence-t-elle la performance boursière des entreprises marocaines ?* À travers cette réflexion, l'article ambitionne de renforcer la compréhension du rôle de l'ESG comme levier de création de valeur et d'orientation stratégique dans le développement du marché financier durable au Maroc.

Afin de répondre à cette problématique, l'article s'articule autour de quatre principales sections. La première présente la revue de littérature et le cadre théorique mobilisé pour expliquer le lien entre l'inclusion dans un indice ESG et la performance boursière. La deuxième expose la méthodologie adoptée, incluant la description de l'échantillon, des variables et du modèle économétrique retenu. La troisième section est consacrée à l'analyse empirique et à la présentation des résultats obtenus. Enfin, la dernière partie discute les principaux enseignements de l'étude.

2. Revue de littérature

L'analyse du lien entre les pratiques ESG et la performance financière s'appuie sur plusieurs fondements théoriques majeurs qui permettent de comprendre les mécanismes à l'origine de cette relation. La théorie des parties prenantes (Freeman, 1984) suggère que la prise en compte des attentes sociales, environnementales et de gouvernance favorise une meilleure gestion des relations avec les acteurs clés, renforçant ainsi la performance globale de l'entreprise. La théorie des ressources et compétences (Barney, 1991) considère l'ESG comme un avantage compétitif durable, en ce qu'il améliore la réputation, la fidélisation des employés et la confiance des investisseurs. La théorie du signal (Spence, 1973) explique quant à elle que l'adoption de pratiques ESG et l'inclusion dans un indice durable constituent un signal positif envoyé au marché, traduisant la transparence, la qualité de la gouvernance et la maîtrise des risques extra-financiers. Enfin, la théorie d'agence (Jensen & Meckling, 1976) met en lumière le rôle de la gouvernance ESG dans la réduction des asymétries d'information et des comportements opportunistes. Ces approches théoriques, combinées, offrent un cadre analytique pertinent pour étudier l'effet de l'inclusion dans l'indice MASI ESG sur la performance boursière des entreprises cotées au Maroc.

Depuis plusieurs décennies, la question du lien entre la responsabilité sociétale des entreprises (RSE), l'ESG (Environnement, Social et Gouvernance) et la performance boursière occupe une place centrale dans la littérature académique. Si les premières contributions se sont concentrées sur la relation entre performance sociale et performance financière (Carroll, 1979 ; Freeman, 1984), les recherches plus récentes s'intéressent davantage aux indices boursiers ESG, devenus des instruments de mesure et de valorisation de la durabilité. L'inclusion d'une entreprise dans un indice ESG est ainsi perçue comme un signal positif envoyé aux investisseurs, traduisant

non seulement une conformité à des critères extra-financiers, mais également une meilleure gouvernance et un alignement avec les exigences du développement durable (Garel & Petit-Romec, 2021). Cette inclusion peut se traduire par une augmentation de la liquidité, une réduction du coût du capital et une plus grande attention des investisseurs institutionnels, en particulier ceux dont les mandats d'investissement intègrent des contraintes ESG (Omura, Roca, & Nakai, 2021).

Plusieurs études empiriques confirment que l'effet le plus manifeste de l'ESG se situe dans le court terme, avec des rendements anormaux cumulés positifs autour des dates d'annonce d'inclusion dans les indices durables (Broadstock et al., 2021). Cependant, cet effet tend souvent à s'atténuer à moyen ou long terme, ce qui interroge la capacité des critères ESG à générer une surperformance boursière durable. Dans le contexte des marchés émergents, les résultats apparaissent encore plus nuancés. Benlemlih et al. (2023) montrent que la relation ESG-performance dépend largement du cadre institutionnel et du niveau de gouvernance, suggérant que les bénéfices de l'ESG se traduisent davantage par une réduction du risque total et une meilleure réputation que par des rendements excédentaires persistants. De même, certaines études de type *event study* sur l'introduction d'indices ESG en Turquie (BIST Sustainability Index) mettent en évidence une réaction positive du marché à l'annonce d'inclusion, mais une performance ultérieure relativement neutre (Omura et al., 2020). Ces résultats soutiennent l'idée que l'ESG agit surtout comme un mécanisme de protection en période d'incertitude.

Au Maroc, la littérature reste encore limitée mais s'est progressivement structurée autour du lancement du CASA ESG 10 en 2018, devenu en 2023 le MASI ESG avec un élargissement à 15 entreprises (Bourse de Casablanca, 2023). Harabida, Radi et Gueyie (2022) ont montré que les entreprises marocaines incluses dans l'indice ESG n'ont pas nécessairement mieux résisté durant la crise du COVID-19, enregistrant parfois des rendements anormaux négatifs supérieurs à ceux des entreprises non incluses. Ces résultats contrastent avec la Turquie, où les entreprises ESG se sont montrées plus résilientes. D'autres recherches, comme celles de Janah et Sassi (2023), soulignent néanmoins une relation positive entre les scores ESG et certains indicateurs de performance financière (marges, coûts de financement), suggérant que l'ESG peut agir comme un facteur de création de valeur. De même, Hamou, Oudgou et Boudhar (2025) ont mis en évidence une volatilité spécifique du MASI ESG, différente de celle du MASI global, ouvrant la voie à des analyses axées sur le couple risque-rendement.

Ainsi, la littérature converge vers une idée clé : l'inclusion dans un indice ESG, au Maroc comme ailleurs, ne garantit pas une surperformance boursière durable, mais elle améliore le profil de risque, la visibilité et la liquidité des entreprises. Dans cette perspective, notre étude s'aligne sur la théorie du signal et celle des parties prenantes pour examiner si les entreprises marocaines incluses dans le MASI ESG bénéficient d'une meilleure performance ajustée au risque. Nous formulons l'hypothèse que *l'inclusion dans l'indice MASI ESG a un effet significatif et positif sur la performance boursière des entreprises cotées à la Bourse de Casablanca*.

3. Méthodologie de recherche

3.1. Présentation de l'indice

L'indice MASI ESG représente l'initiative emblématique de la Bourse de Casablanca visant à promouvoir l'investissement responsable et à intégrer les critères environnementaux, sociaux et de gouvernance dans l'évaluation des sociétés cotées. Créé le 28 septembre 2018 sous l'appellation CASA ESG 10, il regroupait à l'origine dix entreprises considérées comme les plus performantes en matière d'ESG, sur la base des notations extra-financières fournies par l'agence internationale Vigeo Eiris (désormais Moody's ESG Solutions). Dans une logique

d'élargissement et afin de renforcer sa représentativité, l'indice a été révisé le 14 janvier 2023, prenant le nom de MASI ESG et intégrant désormais 15 entreprises. Une nouvelle évolution méthodologique est intervenue le 15 novembre 2023 avec l'adoption du référentiel Refinitiv ESG Scores (LSEG), entraînant une actualisation de sa composition. Progressivement, le MASI ESG s'impose ainsi comme un instrument de référence pour apprécier la performance durable des entreprises marocaines cotées et attirer l'attention des investisseurs sur les perspectives offertes par la finance responsable.

3.2. Analyse empirique

La présente étude s'intéresse à l'impact de l'inclusion des entreprises dans l'indice MASI ESG sur leur performance boursière. La période retenue s'étend du 15 novembre 2023, date de l'élargissement de l'indice à 20 entreprises, jusqu'au 30 juin 2025, soit un horizon de 20 mois. Afin de construire un cadre comparatif robuste, une stratégie de matching a été adoptée. Ainsi, un échantillon de 20 entreprises comparables a été constitué sur la base de leur capitalisation boursière, servant de groupe témoin face aux 20 entreprises incluses dans le MASI ESG. Cette approche permet de réduire le biais de taille et d'approximer des conditions d'analyse homogènes, conformément aux recommandations de la littérature sur les études comparatives en finance durable.

Les données de prix boursiers ont été collectées à partir du site officiel de la Bourse de Casablanca ainsi que de la plateforme Investing.com, couvrant la période quotidienne du 15 novembre 2023 au 30 juin 2025. Cependant, en raison de la faible liquidité relative du marché marocain par rapport aux marchés développés, les rendements ont été calculés sur une base mensuelle afin de limiter le bruit statistique et de refléter une mesure plus stable de la performance.

Trois indicateurs de performance ont été retenus le rendement mensuel, la volatilité et le ratio de Sharpe qui constitue l'indicateur central de la recherche.

Le nombre total d'observations s'élève à 782, réparties entre deux groupes d'entreprises : celles incluses dans l'indice MASI ESG ($n = 400$) et celles non incluses ($n = 382$).

L'analyse a été menée à l'aide du logiciel SPSS.

Dans un premier temps, des statistiques descriptives ont été réalisées afin de comparer les distributions des indicateurs financiers entre les deux groupes.

Dans un second temps, une analyse de régression linéaire a été conduite dans le but de tester l'existence d'un effet significatif de l'inclusion dans l'indice MASI ESG sur la performance ajustée au risque, représentée par le ratio de Sharpe.

Ce choix méthodologique est avec la littérature, qui considère le ratio de Sharpe comme l'un des indicateurs pertinents pour évaluer la performance boursière, dans la mesure où il intègre simultanément le rendement et la volatilité (Garel & Petit-Romec, 2021 ; Harabida et al., 2022). Le modèle économétrique estimé est le suivant :

$$Sharpe_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \cdot inclusion\_ESG_i + \varepsilon_i$$

Sharpe : Ratio de performance ajustée au risque de l'entreprise i à la période t , défini par :

$$Sharpe_{i,t} = (R_{i,t} - R_{f,t}) / \sigma_{i,t}$$

$R_{i,t}$: Rendement mensuel de l'entreprise i , calculé comme le logarithme du rapport entre le prix de clôture au temps t et celui au temps $t-1$:

$$R_{i,t} = \ln(P_{i,t} / P_{i,t-1})$$

$R_{f,t}$: Taux sans risque mensuel, approximé par le taux des obligations d'État, obtenu via le site de Bank Al-Maghrib.

$\sigma_{i,t}$: Volatilité mensuelle du titre i , mesurée comme l'écart-type des rendements journaliers.

$$\sigma_{i,t} = \frac{\sum_{j=t}^N R_{j,t}}{N}$$

Inclusion_ESG : Variable binaire prenant la valeur 1 si l'entreprise est incluse sinon 0 .

4. Résultats et discussion

4.1. Statistique descriptive

Le tableau présente les statistiques descriptives des variables clés utilisées dans cette étude, réparties selon l'inclusion ou non des entreprises dans l'indice MASI ESG. Concernant la volatilité, on observe que les entreprises incluses dans l'indice ESG présentent une volatilité moyenne de 0,0178, légèrement inférieure à celle des entreprises non incluses, dont la volatilité moyenne s'élève à 0,0203. Cette différence suggère que les entreprises ESG sont légèrement moins risquées en termes de fluctuations des rendements, ce qui est cohérent avec la littérature affirmant que les entreprises adoptant des pratiques durables sont souvent perçues comme plus stables et mieux gérées. En ce qui concerne le ratio de Sharpe, qui mesure la performance ajustée au risque, la différence est encore plus marquée : les entreprises ESG affichent une valeur moyenne positive de 0,597, tandis que les entreprises non ESG présentent une moyenne nettement négative de -1,223. Ce résultat indique que les portefeuilles constitués d'entreprises ESG tendent à offrir une meilleure performance corrigée du risque, ce qui constitue un signal favorable pour les investisseurs soucieux de la durabilité sans sacrifier la rentabilité. Cette différence de performance est également associée à une moindre dispersion parmi les entreprises ESG (écart type de 4,00 contre 6,12 pour les non-ESG), renforçant l'idée que ces dernières offrent des rendements plus prévisibles. Du point de vue du rendement moyen brut, les entreprises ESG génèrent un rendement mensuel moyen de 0,0192, supérieur à celui des entreprises non ESG (0,0154). Bien que cette différence soit relativement faible en valeur absolue, elle reste significative dans un contexte d'investissement à long terme et pourrait être interprétée comme un bénéfice économique associé à la durabilité. Enfin, la cohérence entre un meilleur Sharpe, une moindre volatilité, et un rendement légèrement supérieur parmi les entreprises ESG plaide en faveur de l'hypothèse selon laquelle l'inclusion dans l'indice MASI ESG est associée à une meilleure performance globale sur le plan financier, en particulier lorsque l'on tient compte du risque. Ces résultats descriptifs fournissent ainsi un premier appui empirique à l'argument selon lequel la finance durable ne se fait pas au détriment de la rentabilité, mais peut au contraire contribuer à une performance plus équilibrée et résiliente.

Tableau 1 : Statistiques descriptives des variables incluses

Variable	Inclusion_ESG	N	Moyenne	Écart-type	Moyenne erreur standard
Volatilité	1	400	0,0178097	0,03258622	0,00162931
	0	382	0,0202588	0,01759843	0,00090041
Sharpe	1	400	0,5967575	4,00026190	0,20001309
	0	382	-1,2229115	6,11598065	0,31292079
Rendement	1	400	0,0192362	0,06906227	0,00345311
	0	382	0,0154262	0,09125252	0,00466888

Source : Construction des auteurs

4.2. Comparaison de performance des deux groupes :

L'analyse des figures obtenues permet de comparer la dynamique des entreprises ESG et Non ESG sur la période allant de novembre 2023 à juin 2025. Les résultats indiquent que les rendements mensuels des deux portefeuilles évoluent globalement de manière proche, bien que le portefeuille ESG affiche une trajectoire plus régulière, tandis que le Non ESG présente des fluctuations plus marquées, notamment en mai 2024 où l'ESG a connu une contre-performance temporaire. En termes de volatilité, il ressort que les entreprises Non ESG sont caractérisées par une instabilité plus prononcée, avec des pics particulièrement élevés observés en mars 2024

et au printemps 2025, traduisant une exposition accrue au risque de marché. À l'inverse, les entreprises ESG présentent une volatilité plus contenue et stable, suggérant une meilleure résilience face aux chocs financiers. Cette tendance se confirme à travers le ratio de Sharpe : alors que le portefeuille Non ESG enregistre des valeurs majoritairement négatives, traduisant une absence de rémunération suffisante du risque, le portefeuille ESG présente à plusieurs reprises des ratios largement positifs, avec un sommet en janvier 2025 (4,7), ce qui témoigne d'une performance ajustée au risque significativement supérieure. Dans l'ensemble, ces résultats suggèrent que l'intégration des critères ESG contribue à améliorer l'efficacité du couple risque-rendement et confère aux entreprises concernées une meilleure stabilité financière. Voilà les figures 1, 2 et 3 :

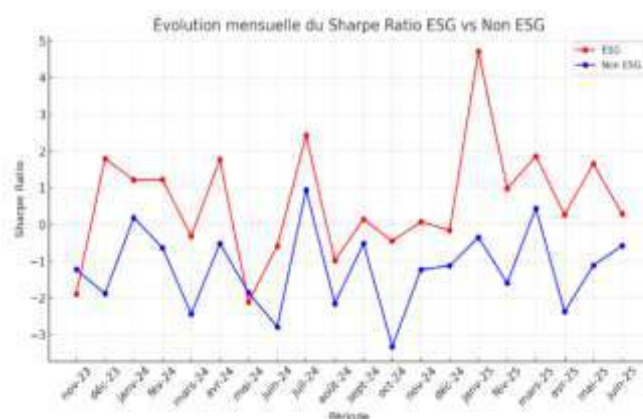
Figure 1 : Evolution mensuelle des Rendements



Figure 2 : Evolution mensuelle de volatilité



Figure 3 : Evolution mensuelle du ratio de Sharpe



Source : Auteurs

4.3. Résultats de régression

L'analyse de régression menée dans cette étude visait à évaluer l'impact de l'inclusion dans l'indice MASI ESG sur la performance boursière des entreprises cotées à la Bourse de Casablanca, en utilisant le ratio de Sharpe comme indicateur de performance ajustée au risque. Les résultats obtenus permettent de conclure à l'existence d'une relation positive et statistiquement significative entre l'inclusion ESG et la performance boursière. Plus précisément, les entreprises incluses dans l'indice MASI ESG présentent un ratio de Sharpe supérieur à celui des entreprises non incluses, ce qui suggère que les acteurs du marché marocain reconnaissent et valorisent les efforts déployés par ces entreprises en matière de durabilité, de responsabilité sociale et de gouvernance.

Cette relation positive peut s'expliquer par la confiance accrue des investisseurs envers les entreprises perçues comme étant plus transparentes, mieux gérées et moins exposées aux risques extra-financiers. L'inclusion dans un indice ESG constitue alors une forme de signal, envoyé au marché, indiquant que l'entreprise respecte certains standards environnementaux,

sociaux et de gouvernance, ce qui peut renforcer l'attractivité de ses actions. Bien que le coefficient de détermination (R^2) soit relativement modeste, l'effet reste significatif, montrant que l'inclusion ESG joue un rôle réel dans la dynamique boursière des entreprises marocaines. Le tableau 2 fournit un aperçu global de la performance du modèle de régression. Le coefficient de corrélation R (0,174) indique une corrélation positive, bien que modérée, entre l'inclusion dans l'indice MASI ESG et la performance mesurée par le ratio de Sharpe. Le coefficient de détermination R^2 s'élève à 0,030, ce qui signifie que le modèle explique environ 3 % de la variance du ratio de Sharpe. Bien que cette valeur soit relativement faible, elle est suffisante pour démontrer une relation linéaire significative entre les deux variables. L'erreur standard de l'estimation, égale à 5,14, donne une idée de la dispersion des valeurs observées autour de la droite de régression, mais elle ne remet pas en cause la validité statistique de l'effet mesuré.

Tableau 2 : Récapitulatif de modèle

Modèle	R	R-deux	R-deux ajusté	Erreur standard de l'estimation
1	0,174 ^a	0,030	0,029	5,14360751

Source : Construction des auteurs

Le tableau d'analyse de la variance (ANOVA) confirme la significativité globale du modèle. La valeur de F est de 24,455 avec une signification (Sig.) inférieure à 0,001, ce qui indique que le modèle de régression est globalement statistiquement significatif. Autrement dit, l'hypothèse nulle selon laquelle l'inclusion dans l'indice ESG n'a aucun effet sur la performance boursière est rejetée avec un très haut niveau de confiance. Cela vient renforcer la pertinence du modèle utilisé et confirme que l'inclusion ESG constitue bien une variable explicative pertinente pour le ratio de Sharpe dans le contexte du marché boursier marocain.

Tableau 3 : Tableau ANOVA

Source de variation	Somme des carrés	Ddl	Carré moyen	F	Signification (Sig.)
Régression	646,996	1	646,996	24,455	,000
Résidu	20636,225	780	26,457		
Total	21283,220	781			

Source : Construction des auteurs

Le tableau des coefficients met en évidence l'impact direct de la variable indépendante sur la variable dépendante. Le coefficient non standardisé associé à la variable « inclusion_ESG » est de 1,820, ce qui indique que, toutes choses égales par ailleurs, le fait pour une entreprise d'être incluse dans l'indice MASI ESG augmente en moyenne son ratio de Sharpe de 1,82 point. Ce résultat est hautement significatif avec une valeur p inférieure à 0,001. Le coefficient bêta standardisé de 0,174 confirme que l'effet est non seulement significatif, mais également positif. La constante négative (-1,223) suggère que les entreprises non incluses dans l'indice ESG tendent à présenter des performances ajustées au risque plus faibles. Dans l'ensemble, ces résultats montrent que l'inclusion ESG constitue un facteur de valorisation boursière au sein du marché marocain.

Tableau 4 : Tableau des coefficients

Variable	B (non standardisé)	Erreur standard	Bêta (standardisé)	t	Sig.
(Constante)	-1,223	0,263	—	-4,647	0,000
Inclusion ESG	1,820	0,368	0,174	4,945	0,000

Source : Construction des auteurs

4.4. Discussion des résultats

Les résultats empiriques révèlent une relation positive et significative entre l'inclusion dans l'indice MASI ESG et la performance boursière ajustée au risque, mesurée par le ratio de

Sharpe. Les entreprises incluses dans l'indice présentent une volatilité plus faible et une meilleure rémunération du risque que les entreprises non incluses, traduisant une gestion plus stable et un profil de risque-rendement plus équilibré.

Ces constats rejoignent les travaux de Friede, Busch et Bassen (2015) et de Garel & Petit-Romec (2021), qui démontrent que les entreprises socialement responsables offrent une meilleure résilience face aux chocs financiers. Ils sont également cohérents avec Benlemlih et al. (2023), qui soulignent que, dans les marchés émergents, l'ESG améliore davantage la stabilité que la rentabilité à long terme.

Sur le plan théorique, ces résultats confirment la théorie du signal (Spence, 1973), selon laquelle l'inclusion dans un indice ESG envoie un message positif de transparence et de bonne gouvernance aux investisseurs. Ils soutiennent également la théorie des parties prenantes (Freeman, 1984), puisque les entreprises qui intègrent les dimensions sociales et environnementales parviennent à renforcer la confiance du marché et à réduire leur exposition au risque. En revanche, la théorie d'agence et la théorie des ressources et compétences semblent partiellement vérifiées : bien que l'ESG réduise l'asymétrie d'information et améliore la réputation, ces effets ne se traduisent pas encore par une surperformance durable dans le contexte marocain.

En somme, les résultats montrent que l'ESG agit davantage comme un levier de stabilité que comme un moteur de rentabilité, confirmant la pertinence du MASI ESG comme indicateur de performance durable, tout en soulignant la nécessité d'une intégration plus profonde des pratiques ESG dans la stratégie des entreprises cotées à la Bourse de Casablanca.

5. Conclusion

L'étude apporte une contribution significative à la compréhension du rôle de l'ESG dans le marché boursier marocain, en montrant que l'inclusion dans le MASI ESG est associée à une meilleure performance ajustée au risque. Ce résultat conforte l'idée que les critères ESG ne se limitent pas à une dimension normative ou extra-financière, mais qu'ils peuvent constituer un véritable levier de création de valeur pour les investisseurs et les entreprises.

Toutefois, il convient de souligner certaines limites. D'une part, la période d'observation reste relativement courte (20 mois), ce qui ne permet pas de tirer des conclusions définitives sur le long terme. D'autre part, le modèle économétrique utilisé explique une part limitée de la variance du ratio de Sharpe, ce qui laisse ouverte la possibilité que d'autres variables – structure actionnariale, liquidité, caractéristiques sectorielles – influencent également la performance. Ces limites ouvrent des perspectives pour de futures recherches, notamment en mobilisant des modèles de panel plus complexes, en intégrant des variables de gouvernance interne, ou en comparant le cas marocain avec d'autres marchés MENA.

En définitive, l'étude confirme que l'ESG constitue un facteur de valorisation et de différenciation dans le marché marocain, sans pour autant garantir une surperformance généralisée. Elle invite ainsi les investisseurs à considérer l'ESG non seulement comme un critère éthique, mais aussi comme un outil de gestion du risque et de construction de portefeuilles plus résilients.

Références

- (1). Albuquerque, R., Koskinen, Y., Yang, S., & Zhang, C. (2020). *Resiliency of environmental and social stocks: An analysis of the exogenous COVID-19 market crash*. *Review of Corporate Finance Studies*, 9(3), 593–621. <https://doi.org/10.1093/rcfs/cfaa011>
- (2). Barney, J. (1991). *Firm resources and sustained competitive advantage*. *Journal of Management*, 17(1), 99–120. <https://doi.org/10.1177/014920639101700108>

- (3). Benlemlih, M., et al. (2023). *ESG controversies and financial performance: Evidence from MENA markets*. *Sustainability*, 15(2), 483.
- (4). Bourse de Casablanca. (2023). *The Casablanca Stock Exchange revamps its range of indices*. <https://www.casablanca-bourse.com>
- (5). Broadstock, D. C., Chan, K., Cheng, L. T. W., & 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>
- (6). Clark, G. L., Feiner, A., & Viehs, M. (2015). *From the stockholder to the stakeholder: How sustainability can drive financial outperformance*. Oxford University / Arabesque Partners Report.
- (7). Freeman, R. E. (1984). *Strategic management: A stakeholder approach*. Boston: Pitman.
- (8). Friede, G., Busch, T., & Bassen, A. (2015). *ESG and financial performance: Aggregated evidence from more than 2000 empirical studies*. *Journal of Sustainable Finance & Investment*, 5(4), 210–233. <https://doi.org/10.1080/20430795.2015.1118917>
- (9). Garel, A., & Petit-Romec, A. (2021). *Investor rewards to environmental responsibility: Evidence from the COVID-19 crisis*. *Journal of Corporate Finance*, 72, 102071. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2021.102071>
- (10). Hamou, O., Oudgou, M., & Boudhar, A. (2025). *Analysis of the effectiveness of classical models in forecasting volatility and market dynamics: Insights from the MASI and MASI ESG indices in Morocco*. *Journal of Risk and Financial Management*, 18(7), 370. <https://doi.org/10.3390/jrfm18070370>
- (11). Harabida, K., 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), 65–81. <https://doi.org/10.5539/ijef.v14n4p65>
- (12). Harabida, N., Khalfi, R., & Boughzala, Y. (2022). *The impact of ESG performance on financial performance: Evidence from emerging markets*. *International Journal of Financial Studies*, 10(2), 38. <https://doi.org/10.3390/ijfs10020038>
- (13). Janah, A., & Sassi, H. (2023). *ESG scores and financial performance: Evidence from Moroccan listed companies*. *International Journal of Accounting, Finance, Auditing, Management and Economics*, 4(3). <https://doi.org/10.5281/zenodo.7962514>
- (14). Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). *Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure*. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305–360. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)
- (15). Omura, A., Roca, E., & Nakai, M. (2021). *Does responsible investing pay during economic downturns? Evidence from the COVID-19 pandemic*. *Finance Research Letters*, 39, 101914. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2020.101914>
- (16). Revelli, C., & Viviani, J. L. (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>
- (17). Sharpe, W. F. (1966). *Mutual fund performance*. *The Journal of Business*, 39(1), 119–138. <https://doi.org/10.1086/294846>
- (18). Spence, M. (1973). *Job market signaling*. *The Quarterly Journal of Economics*, 87(3), 355–374. <https://doi.org/10.2307/1882010>