



AMZIL Laila

Faculté des Sciences Juridiques, Economiques & Sociales Ait Melloul

Université IBN ZOHR- Maroc

l.Amzil@uiz.ac.ma

« Les indices Socialement Responsables entre performance financière et éthique : Cas du Casablanca ESG10 »

Resumé

Cet article a pour objectif d'étudier la performance des indices socialement responsables. La performance de l'indice Casablanca ESG 10 est étudiée par rapport à son indice de référence classique MASI.

L'analyse de la performance des indices repose sur l'analyse du rendement, du niveau de risque et du niveau de rendement ajusté au risque des deux indices. Les résultats indiquent que l'indice socialement responsable présente un niveau de performance inférieur à son indice de référence. Ainsi, l'investissement socialement responsable induit un sacrifice en terme de rendement par rapport aux investissements conventionnels.

Mots clés : éthique, Responsabilité sociale, indices boursiers, performance financière

Summary

The aim of this study is the analysis of the performance of Socially Responsible Indices. The performance of the Casablanca ESG 10 index is investigated in comparison with its conventional benchmark MASI.

The analysis of the indices performance considers Return, risk and risk adjusted return of the two indices. It is found that the Socially responsible Index presents a lower performance level compared to its benchmark. Thus, socially responsible investment induces sacrifices in terms of return compared to conventional investments.

Key words : ethics, Social Responsibility, Indices, financial performance

Introduction

L'importance de la responsabilité sociale des entreprises RSE a augmenté considérablement durant ces deux dernières décennies. En effet, L'influence sociale et environnementale des entreprises devient de plus en plus en plus significative dans la mesure où les entreprises ne sont plus appelées seulement à alimenter la croissance économique à travers la création de valeurs et de richesses, mais aussi à participer à la création du développement sociale et sociétale (JUN Cho et al, 2017).

La RSE dépasse la vision classique de l'entreprise. Le rôle de l'entreprise n'est plus purement purement économique et n'est plus délimité par la maximisation du profit des actionnaires mais, elle devait prendre en compte les effets de ses activités dans le milieu où elle opère (Dkhili et al, 2014). Ce qui l'amène à reconsidérer ses relations avec ses parties prenantes et à concilier les objectifs et les intérêts souvent divergents de ces dernières non seulement dans leurs dimensions économique et financière, mais aussi sociale, humaine et écologique (Dkhili et al, 2014).

Selon Crifo & Ponsard (2008), l'engouement pour la RSE trouve justification dans l'histoire de l'économie durant ce siècle. Ces auteurs expliquent que « Aux Trente Glorieuses..., la croissance et une conception tayloriste et fordienne de l'entreprise, succède, à partir de 1980, une période dite de création de valeur marquée par la montée en puissance des règles de la libre concurrence, l'internationalisation des marchés et le rôle croissant des fonds d'investissement. Les excès de la bulle financière, entre 2000 et 2002, jettent un certain discrédit sur le bien fondé de la création de valeur et sur certains dirigeants et investisseurs peu scrupuleux. Les dispositifs en matière de RSE menés par les entreprises depuis les années 2000 ont alors pour objectif de regagner confiance, image et légitimité » (Crifo & Ponsard, 2008, p8)

S'inscrivant dans un mouvement éthique des affaires, la Responsabilité Sociale ne se limite pas aux entreprises mais touche aussi les marchés monétaires et financiers. Les investisseurs s'intéressent de plus en plus à l'Investissement Socialement Responsable ISR (Revelli & Sentis, 2012) et considèrent dans leurs choix d'investissement, au même niveau que leurs objectifs financiers le respect de codes éthiques tels que le respect des droits fondamentaux et de l'environnement (Le Saout & Buscot, 2009, Slewenski et Lobza, 2017).

Transposée à la gestion de portefeuille, La responsabilité sociale s'est matérialisée dans la notion d'investissement socialement responsable (ISR) ou encore d'investissement éthique. Ce mode de gestion traduit le désir des investisseurs de connaître la destination de leur argent c'est-à-dire l'utilité de leurs investissements (Le Saout & Buscot, 2009). Il

s'agit d'une nouvelle forme d'investissement intégrant le respect des valeurs éthiques, de protection de l'environnement, d'amélioration des conditions sociales ou de « bonne » gouvernance.

L'intégration de l'éthique aux marchés financiers s'est également manifestée à travers les indices boursiers Socialement responsable SR qui ont vu le jour dans les années 1980 (Elkhamlichi, 2010). Les indices boursiers SR sont une catégorie d'indices qui suit l'évolution d'un portefeuille constitué uniquement de sociétés cotées respectant des exigences fixées par une agence de notation éthique (Le Saout, 2005)

Cependant, si les ISR favorisent l'engagement dans une démarche éthique, leur pérennité passe impérativement par la performance financière. Alors, la question sur la relation entre la performance financière et l'éthique et la responsabilité sociale s'impose : Est il possible de réaliser du profit tout en rendant le monde meilleur ?

Cette question a suscité l'intérêt de nombreux chercheurs, le titre « Doing good while doing well » a chapeauté les titres de plusieurs recherches dont les résultats ont été très mitigés et divers ou divergents (Njaya, 2014). Certaines études avancent que la responsabilité sociale et performance financière ne peuvent être que positivement corrélées dans le long terme (Freeman, 1984), alors que d'autres études soutiennent un impact défavorable de l'éthique sur la performance financière (Njaya, 2014).

Dans cette recherche, nous nous intéressons à la performance des indices socialement responsable. L'objectif est de vérifier si l'éthique et la réalisation de profit ne s'excluent pas mutuellement. Pour ce faire la performance de l'indice socialement responsable ESG10 coté à la bourse de Casablanca est étudiée en comparaison avec son indice de référence. La performance est étudiée en terme de rentabilité, de risque et de rentabilité ajustée au risque.

La première partie de cet article présente de manière synthétique les concepts de RSE et ISR dans un premier temps. Après on traite du fondement théorique de la relation performance financière et responsabilité éthique et sociétale. La deuxième partie présente les données et la méthodologie adoptée. La troisième partie présente les résultats et discussions sur la performance de l'indice ESG par rapport à son homologue conventionnel.

I. REVUE DE LITTÉRATURE

1.1. ETAT DE L'ART SUR LES CONCEPTS DE RSE & ISR

1.1.1. La responsabilité sociale de l'entreprise RSE

Le concept de RSE est un concept large qui fait l'objet de controverse et de divergences conceptuelles (Dkhili, 2014) et suscite de nombreuses confusions (Saulquin & Scheir, 2007). Cette confusion est due au fait que l'expression « responsabilité sociale des entreprises RSE » émane de la traduction de l'expression anglo américaine « Corporate Social Responsibility » (Yaser & Moflih, 2018). En effet, Peeters (2004) explique que le qualificatif « social » se rapporte à une réalité plus large que celle que recouvre son acception francophone. Le sens du mot anglais « social » couvre une dimension plus sociétal (Peeters, 2004). L'expression française, Responsabilité Sociale des Entreprises, peut alors omettre les formalités du concept en matière d'engagement sociétale et laisser croire qu'il s'agit seulement de la dimension sociale de la responsabilité de l'entreprise. Une telle formule exclut l'engagement de l'entreprise à l'égard de de la société et du territoire dans lequel elle pratique ses activités (Yaser & Moflih, 2018).

Tenant compte de la diversité des opinions sur le sujet, plusieurs définitions complémentaires sont proposées pour couvrir la plupart des aspects de la RSE. Saulquin et Sheir (2014) affirment que le débat sur la RSE a été ouvert par Bowen (1953) a ouvert le débat sur la RSE en évitant d'enfermer ce concept dans une définition trop étroite. Les auteurs expliquent que la définition de Bowen aborde la RSE comme « une obligation pour les chefs d'entreprise de mettre en œuvre des stratégies, de prendre des décisions, et de garantir des pratiques qui soient compatibles avec les objectifs et les valeurs de la communauté en général ».

Par la suite, MC Guire (1963) avance que « l'idée de responsabilité sociale suppose que l'entreprise n'a pas seulement des obligations légales ou économiques mais qu'elle a aussi des responsabilités envers la société qui vont au-delà de ces obligations ». En 1973, Davis (1973) avance que « la RSE renvoie à la prise en considération par l'entreprise de problèmes qui vont au-delà de ses obligations économiques, techniques et légales étroites ainsi qu'aux réponses que l'entreprise donne à ces problèmes. (...) Cela signifie que la RSE débute là où s'arrête la loi. Une entreprise n'est pas socialement responsable si elle se conforme au minimum requis par la loi, car c'est ce que n'importe quel bon citoyen est tenu de faire ».

Ces réflexions ont été complétées par les travaux de Carroll (1979) qui propose un modèle conceptuel reposant sur trois dimensions essentielles à la RSE : les principes de

responsabilité sociale, la manière dont l'entreprise met ses principes en pratique (sensibilité sociale), et les valeurs sociétales qu'elle porte. Wartick et Cochran (1985) proposent une approche plus élargie en soulignant la spécificité de la RSE comme une résultante de l'interaction de trois dimensions : principes/process/politiques. Les mêmes auteurs évoquent par ailleurs que l'aspect microéconomique de la RSE dans la relation entre l'entreprise et son environnement ; et non seulement l'aspect institutionnel des liens entre les entreprises-institutions et la société dans son ensemble.

D.J. Wood (1991) explique que « la signification de la responsabilité ne peut être appréhendée qu'à travers l'interaction de trois principes : la légitimité, la responsabilité publique et la distinction de trois niveaux d'analyse, institutionnel, organisationnel et individuel ». Adopter un comportement responsable socialement « c'est répondre à la nécessité de maximiser les objectifs de l'entreprises par l'entremise de sa rentabilité, au profit toujours de l'actionnaire, mais aussi de ses autres partenaires » Allouche et alii (2004).

Au niveau institutionnel, plusieurs organismes ont proposé différentes définitions faisant l'objet d'un consensus considérable entre elles et permettant d'identifier facilement les notions clefs communes à la RSE (Rodié, 2007).

Le livre vert [1] de la Commission des Communautés Européennes définit en 2001 la RSE comme « l'intégration volontaire par les entreprises de préoccupations sociales et environnementales à leurs activités commerciales et leurs relations avec leurs parties prenantes. La principale fonction d'une entreprise est de créer de la valeur, en produisant les biens et services demandés par la société, dégagant ainsi des bénéfices pour ses propriétaires et actionnaires, tout en contribuant au bien-être de la société, en particulier au travers d'un processus continu de création d'emplois. Cependant, de nouvelles formes de pression sociale et commerciale induisent progressivement un changement dans les valeurs et les perspectives d'activité des entreprises ».

L'International Organisation for Standardisation ISO [2], définit à son tour la RSE comme « la responsabilité d'une organisation vis-à-vis des impacts de ses décisions et ses activités sur la société et sur l'environnement , qui se traduit par un comportement éthique et transparent qui contribue au développement durable, y compris la santé et le bien-être de la société et prendre en compte toutes les attentes des parties prenantes¹, et le respect des lois en vigueur qui est en accord avec les normes internationales de comportement ; et qui est intégré dans l'ensemble de l'organisation et mis en œuvre dans ses relations ».

Le réseau mondial Business for Social Responsibility BSR [3] (2003) définit la RSE comme des pratiques d'affaires qui « renforcent la responsabilisation et respectent les valeurs sur

le plan de l'éthique dans l'intérêt de tous les intervenants ». Aussi , selon le même réseau la RSE constitue des « pratiques d'affaires responsables qui respectent et préservent l'environnement naturel » et qu'en « aidant à améliorer la qualité de vie et les opportunités d'affaires ; les pratiques d'affaires responsables donnent le pouvoir aux gens et permettent d'investir dans la collectivité où l'entreprise œuvre.

Le World Business Council for Sustainable Development WBCSD [4] se penche sur la définition de la RSE en l'intégrant dans un contexte de développement durable. Selon cet organisme, la RSE est « l'engagement continu des entreprises à agir correctement sur le plan de l'éthique et de contribuer au développement économique, tout en améliorant la qualité de vie de ses employés et de leurs familles, de la collectivité locale et de l'ensemble de la société ». Même dans cette formulation, la RSE est considérée comme une des trois responsabilités clés des entreprises, y compris la responsabilité économique et la responsabilité environnementale (Yaser & Moflih, 2018).

Au final, Saulquin et Sheir (2014) expliquent que les définitions de la RSE rappellent toutes, que l'entreprise n'a pas pour vocation unique de faire de profit mais et soulignent, le nécessaire équilibre entre tous les partenaires de l'entreprise. Cette conclusion est aussi avancée par Rodié (2007) qui confirme que la transposition de la notion de RSE en entreprise implique l'évaluation de la performance de l'entreprise à la lumière du trio « *people, planet et profit* » c'est-à-dire sous l'angle des conséquences sociales de l'activité de l'entreprise pour l'ensemble de ses parties prenantes, de la compatibilité entre l'activité de l'entreprise et le maintien des écosystèmes et la pérennité économique matérialisée par la réalisation des profits (Rodié, 2007).

1.1.2. L'Investissement Socialement Responsable ISR

A l'instar de la RSE, l'Investissement Socialement Responsable (ISR) est également considéré comme une notion difficile à appréhender du fait que l'expression anglophone dont il trouve origine « Socially Responsible Investment SRI » est plus large que la conception française (Elkhamlichi, 2013).

Cette ambiguïté autour du concept se manifeste aussi par les différentes appellations que peut prendre l'ISR. En effet, en plus de l'appellation socialement responsable, d'autres expressions sont utilisées pour qualifier l'ISR : investissement éthique, investissement durable, investissement multicritère ou encore investissement durable (De Brito et al. 2005 ; Rivelli 2012 ; Elkhamlichi 2013).

Novethic [5] considère que l'ISR « consiste à intégrer de façon systématique et traçable des critères environnementaux, sociaux et de gouvernance (ESG) à la gestion financière... L'ISR favorise une économie responsable en incitant les sociétés de gestion de

portefeuille à prendre en compte des critères extra-financiers lorsqu'elles sélectionnent des valeurs pour leurs actifs financiers...il s'agit aussi d'application des principes du développement durable à l'investissement et conciliation de performance économique, impact social et impact environnemental en finançant les entreprises qui contribuent au développement durable ».

Cette définition rejoint celle proposée par De Brito et al. (2005) qui considèrent l'ISR comme étant « une pratique d'investissement qui intègre des éléments non strictement financiers dans la décision d'allocation des actifs ».

Une définition plus récente et plus globale est proposée par le forum européen de l'investissement durable Eurosif [6] définit l'ISR comme : « une approche d'investissement orientée sur le long terme, qui intègre les facteurs ESG dans le processus de recherche, d'analyse et de sélection des titres au sein d'un portefeuille d'investissement. Il combine une analyse fondamentale et un engagement avec une évaluation des facteurs ESG afin de mieux capter les rendements à long terme pour les investisseurs et de bénéficier à la société en influençant le comportement des entreprises » (Eurosif 2016).

Malgré la divergence sur l'aspect de l'ISR, les chercheurs s'accordent sur son origine. Si l'investissement éthique ou socialement responsable est perçu comme un phénomène récent mais que ses origines sont très anciennes et remontent aux textes fondateurs des principales religions juive, chrétienne et musulmane (Le Saout et Le Maux, 2004) qui soulignent le postulat de destination universelle des biens selon laquelle La propriété n'est donc acceptée que dans le cadre d'une redistribution équitable envers tous.

Selon Le Saout et Le Maux (2004), les premiers pas de l'investissement éthique remonte aux 17ème siècle quand les « Quakers » [7] refusaient d'investir sur les deux marchés les plus rentables à l'époque qu'étaient la guerre et la vente d'esclaves. D'autres congrégations religieuses s'interdisaient d'investir dans des entreprises dont les profits étaient le fruit de tuerie des humains ou encore dans des actes de « péché » ; telles les sociétés commercialisant de l'alcool, du tabac et des jeux de hasard.

Après la seconde guerre mondiale, l'investissement éthique a pris de l'importance dans sa forme contemporaine (LeSaout et LeMaux, 2004) en raison de l'émergence de revendications nouvelles : la défense de l'environnement, la lutte contre les discriminations raciales, la lutte contre les mauvaises conditions de travail et contre le travail des enfants ou encore le lobbying contre les industries du nucléaire et de l'armement. Dans le même article, les auteurs expliquent que d'autres événements ont aussi contribué au développement de l'investissement socialement responsable comme « la guerre du Vietnam, la politique d'apartheid menée en Afrique du Sud, les catastrophes

écologiques comme l'explosion de la centrale nucléaire de Tchernobyl ou encore l'échouage de l'Exxon Valdez ».

Dans cette optique, Blancard et Monjon (2008) affirment que le premier fond SR accessible au public le Pax World Fund qui a été créé en 1971 n'avait pas pour ambition principale d'offrir aux investisseurs des performances financières supérieures ou comparables à celles des fonds classiques, mais de proposer des investissements en accord avec les principes d'investisseurs engagés et que, à partir du milieu des années 1980, le champ de l'ISR s'étend aux questions sociales et environnementales à la suite des scandales sociaux et environnementaux cités plus haut.

Blancard et Monjon (2008) expliquent également que ce n'est qu'à partir des années 1990, que l'ISR prend essor aux Etats Unis, en raison de l'impulsion de réseaux alternatifs indépendants des grands groupes financiers et suite à l'ampleur des débats sur le développement durable, la responsabilité sociale de l'entreprise (RSE), le commerce équitable, l'économie solidaire, l'entreprise citoyenne, etc. Par ailleurs, l'ISR prend appui pour se développer depuis les années 2000 sur l'exubérance irrationnelle des marchés, l'explosion de la bulle Internet, les scandales financiers (Enron, Worldcom, Parmalat, etc.) et la crise financière (Blancard et Monjon 2008).

Elkhamlichi (2013) conclut que la création des fonds d'investissement SR a été la première manifestation d'intégration de l'éthique dans les marchés financiers. Selon l'auteur cette intégration s'est aussi manifestée à travers les indices boursiers Socialement Responsable SR qui ont vu le jour dans les années 1980.

Les indices socialement responsables sont construits à partir d'indice de référence conventionnel auquel est appliqué un processus de filtrage « screening ». Trois types de filtrage sont distingués (Elkhamlichi 2012) : Le filtrage négatif, le filtrage positif ou encore le filtrage mix. Aussi, les indices qui se basent sur une stratégie de filtrage négatif vont exclure certains domaines d'activité jugés non éthiques par l'agence de notation. Sont alors exclues les sociétés appartenant à certains secteurs (alcool, tabac, jeux, armement, nucléaire, OGM, etc.) ou dont les pratiques sont considérées immorales (discrimination, corruption, violation des droits de l'homme, etc.).

La stratégie de filtrage positif consiste à intégrer dans l'indice SR les sociétés qui respectent les critères sociaux, environnementaux et de Gouvernance. Cette pratique d'inclusion est souvent accompagnée d'une approche de sélection des entreprises « best in class » en matière éthique, c'est à dire les entreprises les mieux notées selon les critères ESG. Quant au filtrage mix, il consiste à utiliser conjointement le filtrage positif et négatif afin de tirer profit des avantages de chacun des deux (Elkhamlichi 2020).

Historiquement, le lancement des indices boursiers SR est passé par plusieurs étapes. En effet, le premier indice boursier SR a vu le jour aux Etats Unis en 1980, à l'initiative d'une banque de Boston. Il s'agit du SAFE « South Africa Safe Equity ». Cet indice avait pour objectif d'exclure les entreprises du S&P 500 impliquées dans le commerce avec l'Afrique du Sud en raison des ségrégations raciales dont le pays était accusé (Elkhamlichi 2013, Elkhamlichi 2020).

Dix ans après et toujours aux Etats Unis, l'agence KLD a lancé l'indice Domini 400 Social Index en 1990 et en 1999, le Dow Jones Sustainability a été lancé en 1999 par l'agence de notation extra-financière SAM suivi par l'indice Calvert Social Index qui a été créé pour répliquer la performance de Russell 1000 (Elkhamlichi 2020 ; Lagsir et Mouflih 2020).

Sur le continent européen, l'Allemagne a été la première à doter sa place boursière d'un indice SR « NaturAktienIndex » en 1997 pour suivre les sociétés qui étaient engagés dans le développement durable et la protection de l'environnement. En 1998, les indices NPI ont été lancés au Royaume Unis pour représenter la performance des sociétés SR cotées à l'indice FTSE All-Shares. Ensuite, en 2001, l'indice FTSE4good est apparu suite à un partenariat entre la bourse de Londres et l'agence de notation sociale EIRIS. En France, l'indice Advanced Sustainable Performance Indice ASPI a été lancé par Vigeo (Elkhamlichi 2019).

Du côté asiatique, Lagsir et Mouflih 2020 affirment que l'ISR n'apparut qu'en 2008 dans le marché financier chinois, il s'agit du Taida Environment Protection Index et SSE Responsibility Index. Les auteurs expliquent que les pays émergents tentent également de développer les pratiques ISR au sein des marchés financiers. C'est notamment le cas de la Turquie qui, en 2014 et en coopération avec l'agence de notation extra-financière EIRIS a lancé l'indice BIST Sustainability en répliquant la performance des entreprises cotées sur la place financière Borsa Istanbul ayant un score ESG le plus élevé (Best-in-class). Dans le même contexte, la bourse brésilienne dispose depuis 2005 de son indice socialement responsable qui a été créé en collaboration avec l'agence de notation sociale FGV-EAESP. La bourse de Johannesburg en Afrique de sud de sa part a développé son indice éthique FTSE/JSE en association avec FTSE Russel et en 2018. Au Maroc, la bourse de Casablanca, a mis en place en collaboration avec l'agence ESG Vigeo Eiris, son propre indice socialement responsable nommé « Casablanca ESG 10 ». Cet indice calcule la performance des cours des entreprises socialement responsables, cotées à la Bourse de Casablanca en s'appuyant sur les scores obtenus par ces entreprises sur la base de critères environnementaux, sociaux et de bonne gouvernance développés par Vigeo Eiris. Ces critères ESG sont l'objet d'une batterie de scores portant sur la pertinence des engagements de l'entreprise, leur visibilité, leur exhaustivité, leur portage, les processus et les moyens qui leur sont dédiés, les dispositifs d'audit et de contrôle, le reporting, les

agrégats quantitatifs de résultats, le dialogue avec les parties prenantes externes et la capacité à actualiser les objectifs et à en rendre compte auprès des actionnaires et des parties prenantes externes.

1-2 Fondements théoriques de la performance financière des ISR.

Le lien entre la performance financière et l'engagement éthique a fait l'objet de plusieurs recherches. Néanmoins, Rivelli et Viviani (2011) expliquent « qu'il est compliqué d'ancrer les travaux sur l'ISR au sein d'un référentiel scientifique ». Ainsi, les fondements théoriques concernant ce sujet restent implicites et mitigés (Burlacu et al. 2004 ; Ricart et al. 2005 ; Le Saout 2005 ; Fowler et Hope 2007, Curran et Moran 2007, El khamlichi 2013, Charlo et al. 2015, Elkhamlichi 2020 ; Ennajar et Bousedra 2020).

Cependant, il existe plusieurs raisons explicatives à la performance de l'ISR, qu'elles soient positives ou négatives (Rivelli et Viviani 2011). En effet, certains apports théoriques considèrent que l'ISR peut être générateur de la valeur. C'est le cas de la théorie des parties prenantes développée par R.E. Freeman (1984). Cette théorie stipule que l'activisme actionnarial orienté « gouvernance » permet de créer de la valeur (Iglens et Point 2009 ; Rivelli et Viviani 2011). Rivelli et Viviani (2011) expliquent que le rapport direct de l'actionnaire avec le système de gouvernance de l'entreprise, l'influence qu'il peut avoir dans les décisions ainsi que la demande d'attention immédiate permettent une prise en compte rapide de ses exigences, ce qui a un impact rapide et positif sur le prix des actions des entreprises orientée ESG.

D'autres arguments de la performance positive de l'ISR sont proposés par d'autres recherches. La théorie de « l'effet d'information » développée par Kurtz (2002) affirme que « la notation extra-financière peut être interprétée comme le reflet d'une certaine maîtrise des risques auxquels est confrontée l'entreprise. Selon cette théorie, les sociétés qui gèrent au mieux leurs enjeux socio-environnementaux limitent les risques de conflits sociaux ou industriels, susceptibles de nuire à leur image, et sont ainsi appelés à terme à surperformer leurs concurrents (Rivelli 2012). La théorie de « l'effet d'apprentissage » avance un autre facteur positif de performance des ISR. Présentée par Bauer et al. (2005) (cité par Rivelli et Viviani 2012, p40), cette théorie stipule que l'ISR sous-performe à court terme ses homologues conventionnels, puis cet écart est réduit à moyen terme et est inversé à long terme.

A l'inverse, certaines théories affirment que la prise en compte de l'éthique nuit à la performance financière de l'ISR. C'est en effet, la position de Friedman (1962) qui a affirmé que la seule responsabilité sociale qui puisse prévaloir est celle d'augmenter les profits de l'entreprise et qu'il n'existe pas de compatibilité entre l'ISR et la profitabilité. La position de l'auteur est expliquée par les coûts supplémentaires externes générés par

la prise en compte des préoccupations sociales et environnementales qui provoque une perte de la valeur de l'entreprise et de son action. Cela rejoint la théorie des « coûts » de l'ISR avancée par Rudd (1981) qui considère que toute transaction qui génère des coûts représentés soit par une commission de courtage soit par les dépenses engagées pour poursuivre ou exclure certains blocs d'actions dans la sélection des portefeuilles diminuent la performance des ISR.

Les autres opposants de l'ISR trouvent leurs arguments dans la théorie moderne du portefeuille (Markowitz, 1952). Cette théorie repose sur l'hypothèse que les investisseurs souhaitent maximiser leurs bénéfices tout en minimisant leurs risques, et que cela n'est possible que par le biais d'une diversification optimale des titres du portefeuille. Or, l'ISR réduit les opportunités d'investissement et offre une capacité de diversification beaucoup moins importante de par les contraintes de sélection et d'exclusion qu'il s'impose (Rivelli et Viviani 2011), ce qui occasionnerait pour une rentabilité équivalente du portefeuille un risque supérieur ou une rentabilité inférieure pour un risque équivalent. Cela rejoint la théorie de R. Clow (1999) qui affirme que l'ISR est plus risqué et moins rentable que ses homologues classiques en raison de son approche sélective qui engendre un biais sectoriel en se restreignant à un plus petit nombre de secteurs d'investissement.

II. ANALYSE EMPIRIQUE & METHODOLOGIE

Au vue de la littérature présentée plus haut, la théorie financière condamne l'ISR à de piètres performances, alors que, a contrario, d'autres études et recherches confirme que l'ISR surperforme ses homologues classiques. Dans ce sens, cette recherche se veut de contribuer à l'analyse empirique de la relation de l'éthique et la performance financière. Ainsi, l'analyse porte sur la comparaison de l'indice éthique ESG10 avec son indice de référence MASI. Ces deux indices cotés à la bourse de Casablanca font l'objet de comparaison de performance absolue et de performance ajustée au risque selon la méthodologie expliquée ci dessous.

2-1. Présentation de l'indice Casablanca ESG10

Le Casablanca ESG 10 est un indice thématique qui calcule la performance des cours des entreprises cotées à la Bourse de Casablanca et qui font preuve de responsabilité sociale. Cet indice repose sur la stratégie de filtrage positif et s'appuie sur les scores obtenus par ces entreprises sur la base de critères environnementaux, sociaux et de bonne gouvernance développés par l'agence de notation Vigeo Eiris. Ainsi, l'indice ESG10 suit l'évolution de dix entreprises marocaines dites Top performers ayant obtenus les meilleurs scores selon les Critères ESG. Ces entreprises sont notées selon la pertinence de leurs indicateurs ESG et selon l'efficacité de leur système managérial par rapport aux domaines suivants : le capital humain, les droits de l'homme, l'environnement, l'éthique des affaires, la gouvernance et l'engagement sociétal (Vigeo Eiris 2019).

Lancé le 27/09/2018, le Casablanca ESG10 a débuté avec 1000 points de base pour la date de référence du 29/12/2017. L'indice est diffusé en temps réel et est révisé le mois de Septembre de chaque année.

2-2. Méthodologie

Les données utilisées concernant les deux indices objet de cette recherche, l'indice ESG10 et l'indice MASI, ont été collectées à partir du site internet de la bourse de Casablanca [8] qui donne accès à l'information financière en temps réel et permet de consulter les données historiques des indices. Ces données représentent les cours quotidiens des deux indices pour la période allant du 01/10/2018 au 30/12/2020. Le choix de cette période est justifié principalement par la date de création de l'indice ESG10 (L'ESG10 a été lancé le 28/09/2018).

L'analyse de performance des deux indices commence par l'étude des propriétés statistiques des données et donne lieu à la comparaison de performance des deux indices. Cette comparaison porte sur l'analyse de la performance absolue et l'analyse de la performance ajustée au risque. Les propriétés statistiques étudiées portent sur la normalité et la stationnarité des séries chronologique retenues. Les tests nécessaires sont effectués à l'aide de EViews11.

L'analyse de la performance absolue est approchée par l'étude de la rentabilité et le risque des deux indices. La rentabilité calculée est la rentabilité en temps continu. Il s'agit de la rentabilité logarithmique qui présente l'avantage d'être additive, c'est à dire la rentabilité d'une période est égale à la somme des rentabilités des sous périodes (Elkhamlichi 2013, Peillex et Ureche-Rangau, 2014 ; El Ouadghiri et al., 2016). La moyenne géométrique de ces rentabilités est calculée sur les différentes périodes considérées. Le choix de cette

mesure est justifié par le fait que la moyenne géométrique possède l'avantage d'être moins sensible aux valeurs extrêmes d'une série.

Le niveau de risque des deux indices est mesuré par leurs volatilités respectives ainsi que par le coefficient BETA qui permettra de comparer le niveau de risque de l'indice ESG10 par rapport à celui de son indice de référence MASI. Quant à l'analyse de la performance ajustée au risque, elle repose sur les mesures de performance de Sharpe et de Treynor. Le calcul de ces mesures est effectué en utilisant le taux moyen des bons de trésors à 52 semaines, dont l'historique est disponible sur la base de données de BAM, comme proxy du taux sans risque et en considérant que l'indice MASI représente le marché de référence de l'ESG10. Les mesure de performance ajustée utilisées sont des mesures standard largement appliquées dans la littérature par, par exemple, Mueller (1991), LeMaux et LeSaout (2004), Abdullah, Hassan et Mohamad (2007), Elkhamlichi (2013) et Barwick - Barrett (2015).

Les biais induits par la mesure de la performance des deux indices ont été pris en considération. Ces sources d'erreurs concernant l'étude des ISR ont été évoqués par LeSaout (2004). L'auteur souligne que la méthode de calcul et de pondération des indices pourrait biaiser les résultats de l'analyse de la performance des ISR. L'indice ESG10 étudié a la même méthode de pondération et la même base de calcul que son benchmark dont il est d'ailleurs issu, ce qui élimine cette source d'erreur.

III- RESULTATS & DISCUSSIONS

3-1. Présentation de l'indice Casablanca ESG10

Le Casablanca ESG 10 est un indice thématique qui calcule la performance des cours des entreprises cotées à la Bourse de Casablanca et qui font preuve de responsabilité sociale. Cet indice repose sur la stratégie de filtrage positif et s'appuie sur les scores obtenus par ces entreprises sur la base de critères environnementaux, sociaux et de bonne gouvernance développés par l'agence de notation Vigeo Eiris. Ainsi, l'indice ESG10 suit l'évolution de dix entreprises marocaines dites Top performers ayant obtenus les meilleurs scores selon les Critères ESG. Ces entreprises sont notées selon la pertinence de leurs indicateurs ESG et selon l'efficacité de leur système managérial par rapport aux domaines suivants : le capital humain, les droits de l'homme, l'environnement, l'éthique des affaires, la gouvernance et l'engagement sociétal (Vigeo Eiris 2019).

Lancé le 27/09/2018, le Casablanca ESG10 a débuté avec 1000 points de base pour la date de référence du 29/12/2017. L'indice est diffusé en temps réel et est révisé le mois de Septembre de chaque année.

3-2. Analyse stochastique

L'étude de la normalité a été faite en utilisant le test Jarque-Bera basé sur les coefficients d'asymétrie et d'aplatissement. Pour les deux séries MASI et Casablanca ESG10, la valeur de la statistique Jarque-Bera est largement supérieure à la valeur tabulée de Khi-deux, ce qui permet de rejeter l'hypothèse nulle de normalité des deux séries. (Tableau 1)

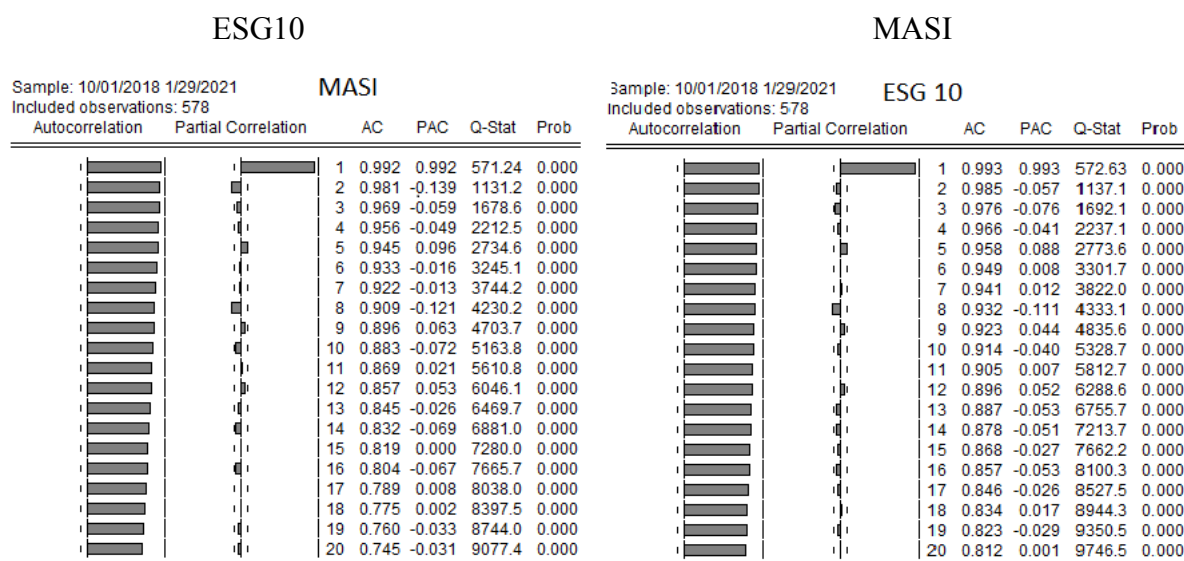
Tableau 1 : Test de Normalité
: Jarque-Bera & Khi-deux

Sample: 10/01/2018 1/29/2021		
	MASI	ESG
Mean	11022.43	856.9280
Median	11187.93	885.7650
Maximum	12633.57	973.7900
Minimum	8987.890	669.5900
Std. Dev.	782.4931	73.90359
Skewness	-0.518137	-0.805740
Kurtosis	2.908409	2.534748
Jarque-Bera	26.06421	67.75423
Probability	0.000002	0.000000
Sum	6370967.	495304.4
Sum Sq. Dev.	3.53E+08	3151424.
Observations	578	578

Source : construction de l'auteur

L'analyse stochastique des séries étudiées relatives aux valeurs quotidiennes de l'indice ESG10 et de l'indice MASI fait ressortir le processus non stationnaire des deux séries. En effet, l'étude des corrélogrammes (figure 1) obtenus avec 20 périodes de retard montre que les valeurs de la statistique de Jung-Box sont largement supérieures aux valeurs tabulées lues sur la table de Khi-deux.

Figure 1: Corrélogrammes MASI et Casablanca ESG10



Source : Construction de l'auteur

Ce constat est confirmé par le test ADF Augmented Dickey Fuller (figure2) dont les valeurs de probabilité critique sont supérieures à 0,05, ce qui confirme l'hypothèse nulle de présence de racine unitaire. Le calcul des différences premières des deux séries, a permis de rendre les processus de ces deux séries stationnaires.

Figure 2: Test Augmented Dickey-Fuller MASI et Casablanca ESG10

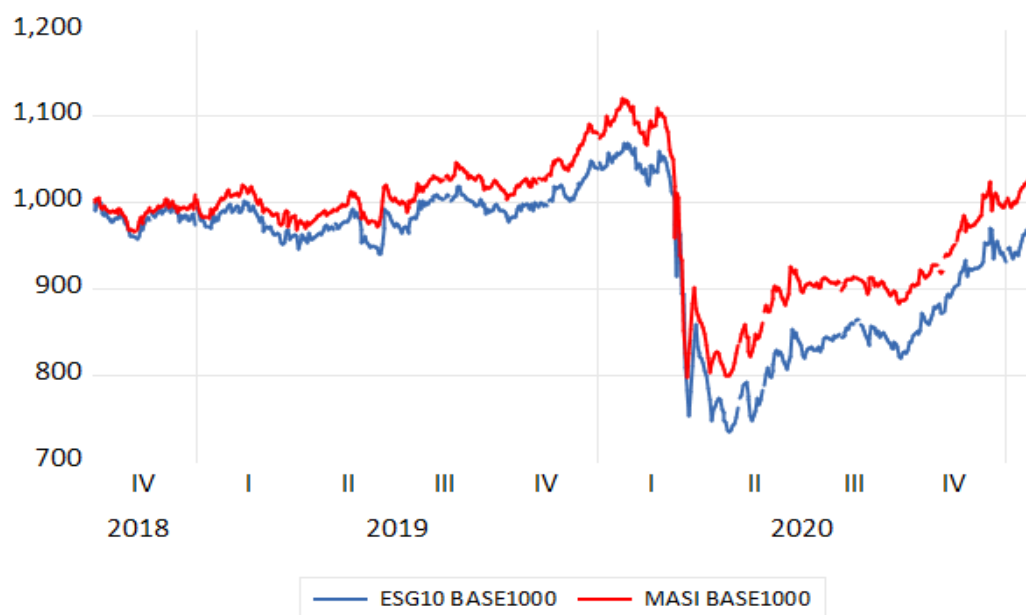
MASI				ESG10					
Null Hypothesis: MASI has a unit root Exogenous: Constant, Linear Trend Lag Length: 1 (Automatic - based on SIC, maxlag=18)				Null Hypothesis: ESG has a unit root Exogenous: Constant, Linear Trend Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=18)					
		t-Statistic	Prob.*			t-Statistic	Prob.*		
Augmented Dickey-Fuller test statistic				Augmented Dickey-Fuller test statistic					
Test critical values:	1% level	-1.564310	0.8059	Test critical values:	1% level	-1.176604	0.9134		
	5% level	-3.974067			5% level	-3.974039			
	10% level	-3.417640			10% level	-3.417627			
		-3.131248				-3.131240			
*MacKinnon (1996) one-sided p-values.				*MacKinnon (1996) one-sided p-values.					
Augmented Dickey-Fuller Test Equation Dependent Variable: D(MASI) Method: Least Squares				Augmented Dickey-Fuller Test Equation Dependent Variable: D(ESG) Method: Least Squares					
Sample (adjusted): 10/03/2018 1/29/2021 Included observations: 576 after adjustments				Sample (adjusted): 10/02/2018 1/29/2021 Included observations: 577 after adjustments					
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.	Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
MASI(-1)	-0.008687	0.005553	-1.564310	0.1183	ESG(-1)	-0.006618	0.005625	-1.176604	0.2398
D(MASI(-1))	0.144064	0.041455	3.475182	0.0005	C	5.611505	5.251350	1.068583	0.2857
C	96.42174	64.42149	1.496733	0.1350	@TREND("10/01/2018")	0.000114	0.002495	0.045785	0.9635
@TREND("10/01/2018")	-0.000731	0.026092	-0.028021	0.9777					
R-squared	0.024168	Mean dependent var	0.567587		R-squared	0.003499	Mean dependent var	-0.026586	
Adjusted R-squared	0.019050	S.D. dependent var	98.11856		Adjusted R-squared	0.000027	S.D. dependent var	8.450355	
S.E. of regression	97.17950	Akaike info criterion	11.99792		S.E. of regression	8.450243	Akaike info criterion	7.111453	
Sum squared resid	5401885.	Schwarz criterion	12.02817		Sum squared resid	40987.39	Schwarz criterion	7.134111	
Log likelihood	-3451.400	Hannan-Quinn criter.	12.00971		Log likelihood	-2048.654	Hannan-Quinn criter.	7.120289	
F-statistic	4.722116	Durbin-Watson stat	2.016843		F-statistic	1.007655	Durbin-Watson stat	1.861219	
Prob(F-statistic)	0.002897				Prob(F-statistic)	0.365719			

Source : construction de l'auteur

3-3. Comparaison de la performance des deux indices

La comparaison de l'évolution de ces deux indices est plus pertinente suite à l'harmonisation de base de ces indices à une même date de référence. Ainsi, la base des deux indices a été ramenée à 1000 points en considérant la date du début de l'étude, notamment le 01/10/2018, comme date de référence (figure3).

Figure 3 : Evolution de l'indice MASI & Casablanca ESG



Source : Élaboration de l'auteur à partir des données des indices

La comparaison de l'historique des deux indices MASI et ESG10 montre que les deux indices suivent la même tendance avec une surperformance de l'indice MASI qui fait mieux que le Casablanca ESG sur toute la période de l'étude.

Pendant le dernier trimestre de l'année 2018 et pour la majeure partie du premier semestre 2019, les deux indices affichent une évolution morose en raison des contre performance des sociétés cotées.

Par ailleurs, une tendance haussière est constatée pour les deux indices à partir de Juin 2019. Ce trend haussier est maintenu jusqu'au début de l'année 2020, et est expliqué entre autres par l'opération de privatisation d'une partie du capital Maroc Telecom, l'amélioration du classement du Maroc dans l'indice Doing Business, la notation

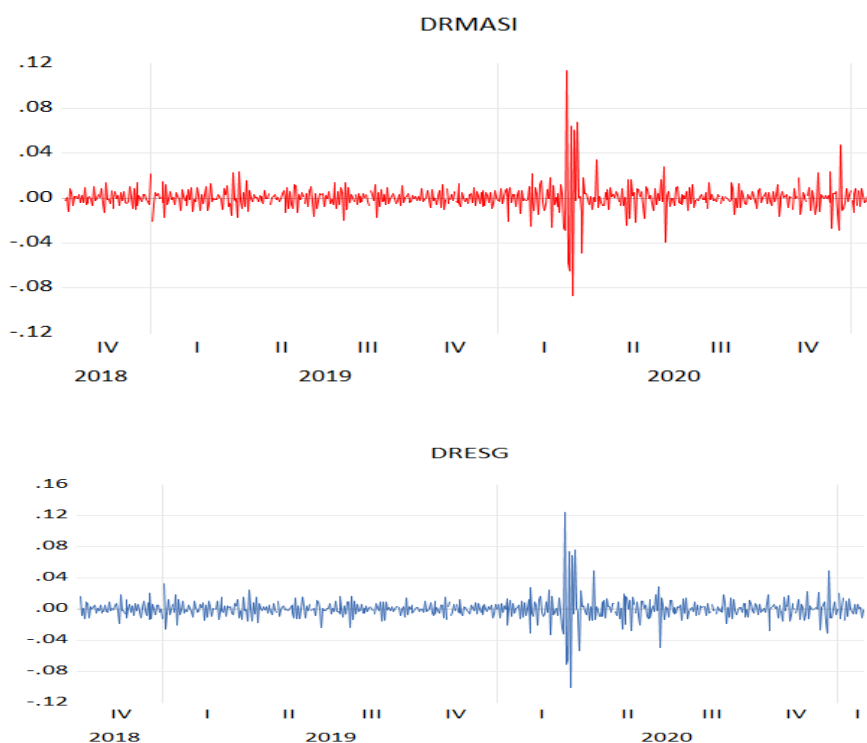
de Standard & Poors qui a relevé les perspectives du Maroc de négatives à stables et la baisse du Taux à long terme qui a orienté l'épargne vers les actions.

Le trend haussier continue alors pour les deux indices durant la majorité du premier trimestre 2020, mais s'interrompt brutalement vers la mi Mars et pour cause évidente, la pandémie du Covid 19 qui a immobilisé l'économie marocaine.

La chute a été contenue grâce aux différentes mesures prises par les autorités financières et à partir du mois de Mai 2020, les deux indices reprennent suite à la reprise de l'économie du pays et à la décision de BankAlMaghrib de réduire son taux directeur et d'ouvrir son compte de réserve au profit des banques. La reprise des deux indices se maintient et se consolide en novembre 2020 après les différentes annonces relatives à l'efficacité des vaccins contre le Covid 19 et après la reconnaissance des Etats Unis de la souveraineté du Maroc sur Le Sahara.

La comparaison des rentabilités des deux indices confirme l'analyse de l'évolution des prix des deux indices. Les deux indices affichent des niveaux de rentabilité similaires avec une surperformance de l'indice de MASI (Figure 4).

Figure 4: Évolution des rentabilités du MASI et du Casablanca ESG10



Source : Construction de l'auteur à partir des données d'indices

Ce constat est confirmé par la comparaison des écarts de rentabilités quotidiennes annualisées es deux indices. Le MASI est plus rentable que son homologue sociale la Casablanca ESG10 (Tableau 2). Les écarts sont négatifs sur toute la période étudiée. Néanmoins, au cours de l'année 2020, les pertes enregistrées par la Casablanca ESG10 sont légèrement moins importantes que celles du MASI durant la même année.

Tableau 2: Ecart des rentabilités quotidiennes annualisées du MASI et de l'ESG10 en %

	2018	2019	2020
	T4	T1	T1
ESG10	-2,59	6,56	-10,70
MASI	0,86	7,05	-7,33
ECART	-3,45	-0,49	-3,37

Source : Construction de l'auteur

Au niveau du risque, l'analyse des volatilités quotidiennes annualisées permet d'avancer que le Casablanca ESG10 présente un niveau de risque plus élevé que son indice de référence MASI. En effet, les volatilités quotidiennes annualisées du Casablanca ESG10 sont supérieures à celles du MASI sur toute la période étudiée (Tableau 3).

Tableau 3: volatilités quotidiennes annualisées du MASI et du Casablanca ESG10

	2018	2019	2020
ESG10	0,54%	0,55%	1,44%
MASI	0,46%	0,49%	1,29%

Source : Construction de l'auteur

Les résultats du Bêta du Casablanca ESG10 indiquent un Bêta négatif sur toute la période étudiée (Tableau 4). Ce qui signifie que les rendements du Casablanca ESG10 évoluent dans le sens inverse des rendements de son indice de référence MASI.

Tableau 4: Coefficient beta du Casablanca ESG10

	2018	2019	2020
BETA	-0,54	-0,49	-1,9

Source : Construction de l'auteur

Ces résultats sont confirmés par le coefficient de corrélation des deux indices MASI et Casablanca ESG qui indiquent un coefficient de corrélation négatif (Tableau 5) et non

significatif. Les deux indices présentent une corrélation inverse, même si le Casablanca ESG est un sous ensemble du MASI.

Tableau 5: Taux de corrélation entre les rentabilités des indices MASI et Casablanca ESG10

	RMASI	RESG
RMASI	1	-0,432023
RESG	-0,432023	1

Source : Construction de l'auteur

Il serait aussi intéressant d'étudier le niveau de rentabilité ajustée au risque des deux indices qui consiste à comparer les ratios Sharpe et Treynor des deux indices.

Les résultats des calculs effectués pour le ratio de Sharpe, répertoriés sur le Tableau 6, font ressortir des valeurs négatives pour les deux indices pour les années 2018 et 2020 et positives pour l'année 2019. Ces résultats sont expliqués par l'analyse de l'évolution des prix des deux indices qui a fait ressortir un trend haussier des deux indices durant 2019 qui a été expliqué par plusieurs raisons, entre autres, la baisse du Taux à long terme. En outre, les résultats indiquent que le MASI possède un ratio Sharpe plus avantageux que celui du Casablanca ESG10, signifiant, que l'indice sociale est moins rentable que son indice de référence.

Tableau 6: Ratio Sharpe MASI et Casablanca ESG10

	2018	2019	2020
ESG10	-6,32	5,29	-6,67
MASI	-2,42	6,92	-7,71

Source : Construction de l'auteur

Les résultats du ratio Treynor confirme la pénalité de performance que subit l'indice social qui affiche des niveaux de rentabilité qui ne rémunèrent pas son niveau de risque (Tableau 7)

Tableau 7: Ratio Treynor MASI et Casablanca ESG10

	2018	2019	2020
TREYNOR ESG	-2,05	-0,08	0,06

Source : Construction de l'auteur

Les résultats des caractéristiques des rendements et du risque de l'indice MASI et de son homologue sociale Casablanca ESG10, montre que l'indice sociale est moins rentable est

légèrement plus risqué que l'indice conventionnel.

Ces résultats rejoignent les postulats de la théorie moderne du portefeuille (Markowitz 1952) et ceux de la théorie de Row (1999) qui confirment que les restrictions appliquées aux indices socialement responsables pénalisent le niveau de rendement et augmentent le niveau de risque de ces investissements.

Ces postulats soutenus également par Friedman (1962), affirment qu'il existe une contradiction fondamentale entre le concept d'investissement socialement responsable et la création de valeur et rejoignent la vision néoclassique selon laquelle l'internalisation de coûts sociaux externes mènerait irrémédiablement à une réduction de la valeur de l'entreprise (Le Saout et Le Maux 2004). Cependant, ces résultats ne suivent pas le courant de la littérature qui défend la surperformance des indices socialement responsables.

En raison de sa date de création, l'indice sociale Casablanca ESG10 ne date que de deux ans et quelques mois. Cette maturité précoce de l'indice sociale marocain ne lui permet pas de bénéficier de l'effet d'apprentissage avancé par Bauer et *al.* (2005) comme facteur positif de performance des ISR. En effet, cette théorie stipule que l'ISR sous-performe à court terme ses homologues conventionnels, puis cet écart est réduit à moyen terme et est inversé à long terme. Evolution qui ne peut pas être appréciée par la présente recherche en raison de sa période limitée imposée principalement à l'âge de l'indice sociale.

Dans ce sens, la méta-analyse de Revelli et Viviani (2013) a établi que les études fondées sur une période d'observation de moins de cinq ans tendent à montrer des coefficients négatifs pour la relation entre la RSE et la performance financière, tandis que celles portant sur une période de plus de 10 ans fournissent des coefficients positifs et significatifs. Ce qui explique les résultats avancés par cette recherche qui fait ressortir des coefficients bêta et de corrélation négatifs entre l'indice sociale et son indice.

L'âge précoce du Casablanca ESG10 ne lui permet pas, non plus de bénéficier de l'effet de l'information selon lequel les ISR génèrent de la valeur à terme, dans le sens où la notation extra-financière représente le reflet d'une certaine maîtrise des risques auxquels est confrontée. Cet effet d'information repose sur la divulgation de la notoriété sociale des entreprises cotées auprès des investisseurs.

A cet égard, Charlo et al (2017) suggèrent également l'impact de la réputation sur le risque systématique des indices socialement responsables en expliquant que la performance sociale d'une entreprise doit être visible pour qu'elle ait un impact sur son risque. Cependant, selon un rapport réalisé conjointement par la bourse de Casablanca et l'IFC, parmi les sociétés cotées, 44% communiquent de façon régulière leurs informations

financières et seulement 3% font de même pour leurs informations extra financières relatives à leur RSE.

Les informations financières des entreprises cotées sont d'ailleurs disponibles sur le site web de la bourse de Casablanca, contrairement aux informations extra financières qui ne le sont pas.

La surperformance ou l'absence de sous-performance des indices socialement responsables est aussi attribué à un effet secteur (Le Saout et Le Maux 2005). En effet, sur certains marchés, les différences de rentabilités positives et significatives à court terme constatées par la littérature sont expliquées par la forte proportion d'actions de croissance et de small caps dans les indices éthiques (Le Saout 2005, Le Saout 2009, Rivelli 2012), constat qui n'est pas vérifié pour le Casablanca ESG10, qui est constitué majoritairement de grandes capitalisations qui bénéficient de notations sociales.

Le Saout (2009) avance aussi une autre interprétation de la surperformance des ISR, selon laquelle cette surperformance des ISR mise en exergue par la littérature est expliquée par la responsabilité sociale du marché dans sa globalité, c'est à dire que le marché est conscient de la performance des sociétés répondant aux différents critères ESG et conduit les investisseurs à ne s'orienter que vers ces valeurs.

Dans le cas de l'indice marocain, il est vrai que le Casablanca ESG10 représente 68% de la capitalisation de son indice de référence, mais il est difficile de confirmer si le marché marocain est responsable dans sa globalité surtout que le score ESG moyen de la place marocaine est de l'ordre de 28,5/100 en 2020 contre 25/100 en 2019 et 24/100 en 2018. Dans cette optique, le grand intérêt concernant la considération des critères extra financiers relatifs à l'ESG dans les décisions d'investissement reste faible au Maroc, la RSE des entreprises cotées reste de l'apanage des grandes capitalisations qui s'inscrivent dans une approche Best in Class, alors que la dynamique du marché boursiers changerait si plus d'entreprises de taille moyennes s'impliquent en matière de RSE.

Conclusion

Les indices boursiers socialement responsables permettent aux investisseurs soucieux de l'éthique d'investir conformément à leurs orientations qui se traduisent par leur respect de l'environnement, du social, et des principes de la bonne gouvernance dans les entreprises. Ainsi, ces indices socialement responsables devraient vérifier à la fois des critères de performance de performance éthique.

L'indice Casablanca ESG10 traduit la volonté d'intégrer la RSE en tant que composante du marché financier marocain. Cet indice créé en 2018, fruit d'un partenariat entre la bourse de Casablanca et l'agence de notation Vigeo Eiris suit l'évolution de 10 entreprises marocaines désignée *Best in Class* en matière de RSE sur la base d'une notation selon leur conformité aux critères ESG.

Dans ce sens, cet article avait pour objet d'investiguer l'impact de l'éthique sur la performance financière en comparant la performance des indices boursiers socialement responsable avec leur indice de référence. L'étude portait en particulier sur la comparaison du Casablanca ESG10 avec son indice de référence MASI. Les résultats indiquent que l'indice social est moins rentable et plus risqué que l'indice de référence. Ces résultats concordent avec la théorie moderne financière, mais ne suivent pas le courant de la littérature qui défend la thèse selon laquelle l'éthique et la performance financière ne s'excluent pas mutuellement. Cette sous performance peut être expliquée principalement par l'âge précoce du marché des indices socialement responsables au Maroc, ce qui ne permet pas à l'indice de bénéficier de l'effet de l'ensembles des facteurs qui ressortent de la littérature qui soutient la surperformance des indices socialement responsables.

La date de création de l'indice marocain socialement responsable, le Casablanca ESG10, limite l'horizon temporelle étudié, ce qui constitue la principale limite de cette recherche. Il convient donc d'en vérifier les résultats dans le futur, lorsque le marché marocain de l'investissement responsable arrivera à maturité.

Aussi, faudra t'il se pencher sur l'impact de l'éthique des marchés financiers sur le développement économique, dans le sens où la responsabilité sociétale des ISR ne devrait pas seulement être créatrice de vertu mais aussi de valeur.

Bibliographie

Allouche, J., Huault, I. et Schmidt G., 2004. La Responsabilité Sociale des Entreprises : la mesure détournée?, Colloque de l'AGRH, UQAM-Montreal, 4-6 September .

Bauer, R., Koedijk, K. et Otten, R. 2002. International evidence on ethical mutual fund performance and investment style, CEPR Discussion, Paper n°3452 .

Blancard, CG. et Monjon, S. 2011, The Performance of Socially Responsible Funds : Does the Screening Process Matter ? Working paper CEPII .

Bowen, H.R. 1953. *Social Responsibilities of the Businessman*, Harpers and Brothers, New York.

Carroll, A.B. 1979. A three dimensional model of corporate social performance, *Academy of Management Review*, Vol. 4, p. 497-505

Charlo, M.J., Moya, I. et Munoz, A.M. 2015. Sustainable development and Corporate financial performance : A Study Based on the Ftse4good Ibex Index, *Business Strategy and the Environment*, Vol. 24, N°4.

Clow, R. 1999. Money that grows on trees, *Institutional Investor*, Vol.33, n°10, p.212-215.

Crifo, P. et Ponsard, J.P. 2008. RSE et/ou performance financière : points de repère et pistes de recherche, *Cahier n° 2008-15*, Ecole Polytechnique, CRNS

Davis, K. 1973. The case for and against business assumption of social-responsibilities, *Academy of Management Journal*, Vol. 6, N°2, p. 312-323

De Brito, C., Desmartin, JP., Lucas-Leclin, V. et Perrin F. 2005. *L'investissement socialement responsable*. Economica. Paris.

Dkhili H., Ansi, H. et Noubbigh, H. 2014. Responsabilité sociétale et performance financière dans les entreprises tunisiennes, *La Revue des Sciences de Gestion*, N° 267, p. 43-50.

El khamlichi, A. 2013. Le comportement des indices boursiers socialement responsables en période de crise, *Revue Management & Avenir*, n° 61, p. 30-49.

El khamlichi, A. 2019. Les indices boursiers socialement responsables : Quelle contribution pour la durabilité ? *Revue Francophone du Développement Durable*, Vol.15, p.105-116.

Ennajar, O. et Bousedra, F. 2020. La Performance financière de l'investissement Socialement Responsable : Essai De Lecture, *Revue du contrôle, de la comptabilité et de l'audit*, Vol. 4, N°2

Eurosif (2016), *European SRI Study*.

Fowler, S.J. et Hope, C. 2007. A Critical Review of Sustainable Business Indices and Their Impact, *Journal of Business Ethics*, Vol.76, N° 3, p.243-252

Freeman, R.E. 1984. *Strategic Management : A Stakeholder Approach*, Pitman, Boston.

Friedman, M. 1962. *Capitalism and Freedom*, Chicago : University of Chicago Press.

Friedman, M. 1970. The social responsibility of business is to increase its profits, New York Times Magazine, p. 32-33.

Igalens, J. et Point, S. 2009. *Vers une nouvelle gouvernance des entreprises*, Dunod, Paris. Jun Cho, S., Young Chung, C. et Young, J. 2017. Study on the Relationship between CSR and Financial Performance, *Sustainability*, vol. 11, issue 2, p. 1-26

Kurtz, L. 2002. *Studies in the Field of SRI Investing* », Working Paper sristudies.org

Lagsir, S. et Moflih, Y. 2020. La performance de l'investissement responsable en période de crise sanitaire Covid-19 : Cas du Maroc. *International Journal of Management Sciences*. Vol.3, N°4.

Le Saout, E. et Le Maux, J. 2004. The Performance of Sustainability Indexes , *The Quarterly Journal of Finance*, Vol. 3, No. 18, p. 737-751.

Le Saout, E. 2005. Indice, mon bel indice : dis moi qui est le plus performant - Le cas des indices éthiques, *Banque & Marchés*, N° 74, p. 24-31.

Le Saout, E. et Buscot, C. 2009. Comment expliquer la performance de l'investissement socialement responsable, *Management & Avenir*, N°23, p.153-169.

Markowitz, H. 1952. Portfolio Selection, *Journal of Finance*, vol. 7, n° 1, p.77-99

Mc Guire, J.W. 1963). *Business and society*, New York: Mc Graw-Hill.

Njaya, J.B. 2014. L'impact de la responsabilité sociale (RSE) sur la performance financière des entreprises (PFE) au Cameroun, *Revue Congolaise de Gestion*, N° 19, p. 89-112.

Peeters, A. 2004. La responsabilité sociale des entreprises, *Courrier hebdomadaire du CRISP*, N°1828, p.1-47.

Ricart, J.E., Rodrig, M.A. et Sanchez, P. 2005. Sustainability in the Boardroom: An Empirical Examination of Dow Jones Sustainability World Index Leaders ». *Corporate Governance*, N°5, p. 24-41.

Rivelli, C. et Viviani, J.L. 2011. Les déterminants de l'effet de l'ISR sur la performance financière : une analyse statistique de la littérature empirique, *Management et avenir*, N°44, p. 34-59.

Rivelli, C. et Sentis, P. 2012. L'investissement socialement responsable diffère-t-il vraiment de l'investissement conventionnel ? *La Revue des sciences de gestion*, vol. 3-4, n° 255-256, p. 85-95.

Rivelli, C. 2013, « L'investissement socialement responsable : origines, débats et perspectives », *Revue française de gestion*, p.79-92.

Rodié, I. 2007. Responsabilité sociale des entreprises : le développement d'un cadre européen, Mémoire présenté pour l'obtention du Diplôme d'études approfondies en études européennes, Institut Européen de l'université de Genève

Rudd, A. 1981. Social Responsibility and Portfolio Performance, *California Management Review*, n°23, p.55-61

Saulquin, J.Y. et Schier, G. 2007. Responsabilité sociale des entreprises et performance : Complémentarité ou substituabilité ?, *La Revue des Sciences de Gestion*, N°223, p. 57-65

- Sliwinski, P. et Lobza, M. 2017, Financial performance of Socially Responsible Indices », International Journal of Management and Economics, Volume 53, p.25-46.
- Wartick, S.L. et Cochran, P.L. 1985. The Evolution of the Corporate Social Performance Model, Academy of Management Review, N°10, p. 758-769.
- Wood, D.J. 1991. Corporate social performance revisited, Academy of Management Review, vol.16, p. 691-718.
- Yaser, M. et Moflih, Y. 2017. Corporate Social Responsibility in Morocco : Between Effective Engagement and Marketing Investment, International Journal of Innovation and Scientific Research, vol. 39 N° 1, p. 301-310.

Webographies

- (1) <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/FR/TXT/?uri=CELEX:52001DC0366>
Livre vert sous le titre « Promouvoir un cadre européen pour la RSE » publié par la commission européenne en 2001 et visant à réunir les avis sur la responsabilité sociale des entreprises à l'échelle national, européen et international
- (2) <https://www.iso.org/fr/standard/42546.html>
Organisation internationale non gouvernementale, indépendante, qui réunit des experts qui mettent en commun leurs connaissances pour élaborer des Normes internationales d'application volontaire, qui régissent le commerce des entreprises, et qui donne aux organisations les lignes directrices de la responsabilité sociétale à l'échelle internationale.
- (3) <https://www.bsr.org/fr/our-insights/reports>
Organisation à but non lucratif et réseau mondial d'entreprises et d'expertise dédié au développement durable.
- (4) <https://www.wbcsd.org>
- (5) <https://www.novethic.fr/lexique/detail/isr.html>
Expert de la finance durable et média référence de l'économie responsable.
- (6) <http://www.eurosif.org/sri-study-2016/>
Association européenne pour la promotion et le développement de l'investissement durable et responsable à travers l'Europe
- (7) Les Quakers, ou Société religieuse des Amis, mouvement religieux fondé en Angleterre au XVIIe siècle, font partie de cette grande dissidence de l'Église anglicane.
- (8) <http://www.casablanca-bourse.com/bourseweb/indicehistorique.aspx?Cat=22&IdLink=299>