

Impact de l'indice MASI ESG sur la performance du marché boursier : une analyse empirique du marché financier marocain

Impact of the MASI ESG Index on Stock Market Performance : An Empirical Analysis of the Moroccan Financial Market.

Auteur 1 : BAZI Mohamed,

Auteur 2 : AGTAIB Hakim,

Auteur 3 : CHAHBOUN Ziyad,

BAZI Mohamed

Professeur Universitaire, Laboratoire Performance Economique et Logistique (PEL),
Faculté des Sciences Juridiques Economiques et Sociales de Mohammedia, Université HASSAN II, Casablanca, Maroc

AGTAIB Hakim

Doctorant Chercheur, Laboratoire Performance Economique et Logistique (PEL),
Faculté des Sciences Juridiques Economiques et Sociales de Mohammedia, Université HASSAN II, Casablanca, Maroc

CHAHBOUN Ziyad

Doctorant Chercheur, Laboratoire Performance Economique et Logistique (PEL),
Faculté des Sciences Juridiques Economiques et Sociales de Mohammedia, Université HASSAN II, Casablanca, Maroc

Déclaration de divulgation : L'auteur n'a pas connaissance de quelconque financement qui pourrait affecter l'objectivité de cette étude.

Conflit d'intérêts : L'auteur ne signale aucun conflit d'intérêts.

Pour citer cet article : BAZI .M, AGTAIB .H & CHAHBOUN .Z (2026) « Impact de l'indice MASI ESG sur la performance du marché boursier : une analyse empirique du marché financier marocain », African Scientific Journal « Volume 03, Num 36 » pp: 1130 – 1143.



DOI : 10.5281/zenodo.20607443
Copyright © 2026 – ASJ



Résumé :

Cet article examine si l'appartenance au MASI ESG qui est le premier indice boursier ESG d'Afrique, élargi à vingt entreprises en novembre 2023, se traduit par une performance ajustée au risque supérieure pour les sociétés cotées à la Bourse de Casablanca. En mobilisant un panel de 39 entreprises sur la période de novembre 2023 à avril 2026 (151 observations annuelles), nous estimons trois spécifications OLS à erreurs standards robustes (HC1), en retenant le ratio de Sharpe annualisé comme variable dépendante et une indicatrice binaire ESG comme variable d'intérêt. Les résultats montrent que le coefficient associé à l'appartenance au MASI ESG est négatif (β compris entre -0.24 et -0.35) mais statistiquement non significatif dans l'ensemble des spécifications ($p > 0.20$), y compris après contrôle des effets sectoriels et temporels. Ces résultats, robustes aux différents tests de différence de moyennes, s'expliquent principalement par la surperformance cyclique de secteurs non-ESG, du secteur immobilier et mines sur la période, ainsi que par la brièveté de la fenêtre d'observation. Cette étude contribue à la littérature croissante sur les marchés émergents en documentant l'absence de prime ESG à court terme dans le contexte marocain et formule des recommandations méthodologiques pour les recherches futures.

Mots-clés : Ratio de Sharpe ; MASI-ESG ; Panel ; Marché Boursier

Abstract :

This article examines whether membership in the MASI ESG, Africa's first ESG stock market index, expanded to include twenty companies in November 2023, translates into superior risk-adjusted performance for companies listed on the Casablanca Stock Exchange. Using a panel of 39 companies over the period from November 2023 to April 2026 (151 annual observations), we estimate three robust standard error OLS (HC1) specifications, using the annualized Sharpe ratio as the dependent variable and a binary ESG indicator as the variable of interest. The results show that the coefficient associated with MASI ESG membership is negative (β between -0.24 and -0.35) but not statistically significant across all specifications ($p > 0.20$), even after controlling for sector and time effects. These results, robust to various mean difference tests, are primarily explained by the cyclical outperformance of non-ESG sectors, the real estate and mining sectors over the period, as well as by the short observation window. This study contributes to the growing literature on emerging markets by documenting the absence of a short-term ESG premium in the Moroccan context and formulates methodological recommendations for future research.

Key-words : Sharpe Ratio ; MASI-ESG ; Panel ; Stock Market

Introduction :

La question de la valeur financière de l'engagement environnemental, social et de gouvernance (ESG) est parmi les débats les plus vifs concernant la finance contemporaine. Si, au niveau des marchés développés, la littérature est abondante sur l'existence ou non d'une prime ESG, les marchés émergents quant à eux restent un terrain empirique encore insuffisamment exploré. En effet ce dernier est marqué par des structures institutionnelles, des asymétries d'informations et des dynamiques sectorielles qui lui confèrent une singularité analytique intrinsèque.

Le marché boursier au Maroc, et plus précisément l'indice MASI ESG, offre dans ce sens, un terrain d'observation idéal d'une richesse exceptionnelle en vue de s'interroger sur la relation entre sélection ESG et performance ajustée au risque dans un contexte émergent africain.

Lancé, par la Bourse de Casablanca, en septembre 2018 sous le nom de CASA ESG 10, cet indice est parmi les premiers indices ESG du continent africain ; Il a été renommé, par la suite, MASI ESG en janvier 2023 avant d'être élargi à vingt entreprises en novembre de la même année, sur la base du référentiel Refinitiv ESG Scores (LSEG). Cet élargissement constitue un changement institutionnel significatif qui offre, pour la première fois, un groupe de traitement et un groupe de contrôle clairement définis au sein d'un même marché, rendant possible une analyse empirique rigoureuse de l'effet ESG.

Pourtant, la question de savoir si l'appartenance à un indice ESG améliore effectivement la performance boursière ajustée au risque reste ouverte, y compris dans les marchés développés. Plusieurs mécanismes théoriques plaident en faveur d'un effet positif : selon la théorie du signal (Spence, 1973), l'inclusion dans un indice ESG envoie aux marchés un signal de qualité qui réduit l'incertitude informationnelle ; Selon la théorie des parties prenantes (Freeman & Mcvea, 2001), les entreprises qui intègrent les attentes de l'ensemble de leurs parties prenantes obtiennent de meilleures performances à long terme grâce à un capital de confiance et de réputation accru.

L'objectif principal de notre étude est d'examiner empiriquement si l'appartenance au MASI ESG se traduit par une performance ajustée au risque supérieure pour les sociétés cotées à la Bourse de Casablanca, nous cherchons à déterminer plus particulièrement si les entreprises incluses dans l'indice MASI ESG affichent un ratio sharpe annualisé significativement différents de celui des entreprises non ESG du même marché. En effet, nous poursuivons trois objectifs secondaires complémentaires : contribuer à la littérature empirique dans les marchés émergents africains, apprécier la robustesse du signal ESG véhiculé via le MASI ESG et de formuler des recommandations méthodologiques pour les chercheurs qui souhaitent prolonger cette recherche sur des horizons temporels plus longs.

Par ailleurs, nous posons la question suivante : l'appartenance au MASI ESG se traduit-elle, sur la période novembre 2023 jusqu'à avril 2026, par un ratio de Sharpe significativement supérieur à celui des entreprises comparables non incluses dans l'indice ?

Sur le plan méthodologique, nous constituons un panel de 39 sociétés cotées à la Bourse de Casablanca, 20 appartenant au MASI ESG et 19 issues du MASI classique, sur la période de novembre 2023 à avril 2026, soit 151 observations annualisées. Nous estimons trois spécifications OLS à erreurs standards robustes.

Notre contribution est triple. Premièrement, cette étude est l'une des rares à analyser empiriquement la performance ajustée au risque du MASI ESG depuis son élargissement de 2023. Deuxièmement, le recours au ratio de Sharpe annualisé, calculé à partir de données journalières réelles, offre une mesure plus précise que les proxies habituellement utilisés dans la littérature sur les marchés africains. Troisièmement, en s'appuyant sur un échantillon apparié et des estimateurs robustes, l'étude fournit des résultats qui peuvent directement éclairer les décisions des gestionnaires de portefeuilles actifs au Maroc. La suite de l'article est organisée comme suit. La section 1 passe en revue les principaux cadres théoriques et la littérature empirique pertinente. La section 2 présente la méthodologie, les données et les variables. La section 3 expose et discute les résultats. La section 4 conclut et formule des pistes pour les recherches futures.

1. Revue de littérature :

1.1. Fondements théoriques :

La relation entre les pratiques ESG et la performance financière s'ancre dans plusieurs courants théoriques qui éclairent les mécanismes à l'œuvre. Ces fondements permettent de formuler des hypothèses testables et d'interpréter les résultats empiriques.

La théorie des parties prenantes, formulée par (Freeman & Mcvea, 2001), postule que les entreprises qui intègrent les attentes de l'ensemble de leurs parties prenantes tels que les salariés, clients, communautés locales, environnement, obtiennent de meilleures performances à long terme grâce à un capital de confiance et de réputation accru. Dans ce cadre, les pratiques ESG ne constituent pas un coût mais un investissement stratégique dans des relations durables.

La théorie des ressources et compétences (Brulhart et al., 2010), propose une lecture complémentaire : les capacités ESG d'une entreprise qui a une culture de gouvernance, systèmes de management environnemental, capital humain engagé, sont des ressources rares et difficiles à imiter qui génèrent un avantage concurrentiel durable. (Eccles et al., 2014) confirment empiriquement que les entreprises à forte intensité ESG surperforment leurs comparables sur des horizons de cinq à dix ans.

La théorie de signal (Spence, 1973) est particulièrement pertinente pour analyser l'effet de l'inclusion dans un indice ESG. En tant que label certifié par une agence de notation indépendante, le MASI ESG constitue un signal fort à faible coût d'imitation, qui réduit l'asymétrie d'information entre les dirigeants et les investisseurs. La littérature montre que ce type d'annonce génère généralement des rendements anormaux positifs à court terme (Broadstock et al., 2021; Garel & Petit-Romec, 2021).

Enfin, la théorie de l'agence (Jensen & Meckling, 1976) met en lumière le rôle de la gouvernance ESG dans la réduction des coûts d'agence. (Zhang et al., 2022) montrent que les entreprises chinoises disposant de meilleures pratiques ESG présentent une communication financière plus transparente et des conflits d'intérêts moins prononcés entre actionnaires majoritaires et minoritaires. Une problématique particulièrement saillante dans les marchés émergents à forte concentration actionnariale.

1.1. Littérature empirique internationale :

La méta-analyse de (Friede et al., 2015), portant sur plus de 2000 études empiriques, constitue la synthèse la plus exhaustive de cette littérature : environ 90 % des études recensées concluent à une relation positive ou neutre entre performance ESG et performance financière. Cependant, comme les auteurs le soulignent eux-mêmes, la variabilité des résultats est considérable selon les régions, les horizons temporels et les métriques retenues.

Sur la question spécifique de la performance ajustée au risque (Pedersen et al., 2021), dans un cadre d'équilibre général, que la demande accrue pour les actifs ESG génère une prime de valorisation qui réduit mécaniquement les rendements futurs attendus. Ce résultat implique qu'une stratégie ESG passive peut-être sous-optimale d'un point de vue risque-rendement à court terme, même si elle reste attractive sur des horizons plus longs. Dans les marchés développés, (Gavrilakis & Floros, 2023) documentent toutefois une relation positive entre score ESG et ratio de Sharpe pour les grandes capitalisations européennes après contrôle de la taille et du style.

Les résultats sont plus mitigés dans les marchés émergents. (Biju et al., 2025) montrent l'absence de relation significative entre score ESG et performance financière pour un échantillon indien, attribuant ce résultat à la faible maturité institutionnelle et à la prévalence des asymétries informationnelles. En Turquie, (Omura et al., 2021) trouvent une réaction positive à court terme à l'annonce d'inclusion dans l'indice ESG, mais des performances neutres à plus long terme qui donne un profil cohérent avec une interprétation signalétique de l'effet ESG.

A l'inverse, (JANAH & SASSI, 2022) documentent une relation positive entre les scores ESG et des indicateurs de performance opérationnelle qui affichent des améliorations, des marges, et réduction du coût de la dette. Pour un panel d'entreprises cotées au Maroc. Ce résultat suggère que les bénéfices de

l'ESG se matérialisent davantage dans la sphère réelle que dans les rendements boursiers, du moins à court terme.

Plus récemment, (Hamou et al., 2025) publiés dans le Journal of Risk and Financial Management analysent la dynamique de volatilité du MASI ESG par rapport au MASI global à l'aide de modèles GARCH. Ils documentent une corrélation positive élevée entre les deux indices mais une volatilité conditionnelle légèrement plus faible pour le MASI ESG, ce qui est cohérent avec l'hypothèse d'un meilleur profil de risque des entreprises ESG sans nécessairement se traduire par une surperformance en termes de rendements.

1.2. Hypothèses :

La revue de littérature montre que la relation entre ESG et la performance ajustée au risque est conditionnelle au contexte institutionnel, à l'horizon temporel et à la méthodologie retenue. Elle converge vers deux constats : l'inclusion dans un indice ESG réduit tendanciellement le risque des entreprises et améliore leur visibilité auprès des investisseurs institutionnels. Elle ne génère pas systématiquement de surperformance en termes de rendements ajustés au risque, en particulier à court terme dans les marchés émergents.

En nous inscrivant dans cette littérature, nous formulons les deux hypothèses suivantes :

- H1 : L'appartenance au MASI ESG ($ESG = 1$) est associée à un ratio de Sharpe significativement différent de celui des entreprises du MASI classique ($ESG = 0$) sur la période novembre 2023 – avril 2026.
- H2 : Cet effet demeure significatif après contrôle des effets sectoriels et temporels.

2. Données et méthodologie :

2.1. Présentation de l'indice MASI ESG

L'indice MASI ESG est né en septembre 2018 sous la dénomination CASA ESG 10, regroupant les dix entreprises cotées les mieux notées sur les critères ESG par l'agence Vigeo Eiris (aujourd'hui Moody's ESG Solutions). Restructuré en janvier 2023 et renommé MASI ESG, il a été élargi à quinze entreprises, avant une nouvelle révision en novembre 2023 qui a porté sa composition à vingt titres, sur la base du référentiel Refinitiv ESG Scores (LSEG). C'est cette composition de vingt entreprises, en vigueur depuis le 15 novembre 2023, qui sert de référence dans la présente étude.

Cette évolution progressive de l'indice témoigne de la maturité croissante de la finance durable au Maroc. Elle reflète également les exigences accrues des investisseurs institutionnels locaux et internationaux, qui intègrent désormais systématiquement des filtres ESG dans leurs processus d'allocation. L'adoption

du référentiel Refinitiv, reconnu internationalement, renforce par ailleurs la crédibilité et la comparabilité de l'indice avec ses homologues dans d'autres marchés émergents.

2.2. Constitution de l'échantillon :

Notre échantillon de départ comprend l'ensemble des vingt entreprises composant le MASI ESG au 15 novembre 2023. Pour constituer le groupe de contrôle, nous avons appliqué une stratégie de matching fondée sur le secteur d'activité, conformément aux recommandations de la littérature en finance durable (Garel & Petit-Romec, 2021). Pour chaque entreprise ESG, la société non-ESG la plus proche en termes de capitalisation et appartenant au même grand secteur d'activité a été retenue. Cette démarche vise à limiter les biais de taille et à garantir la comparabilité entre les deux groupes.

Une entreprise a été exclue de l'échantillon final en raison de l'insuffisance des données historiques sur la période concernée, portant le nombre total d'entreprises à 39 (20 ESG, 19 non-ESG). Les secteurs représentés couvrent la banque, l'assurance, la construction, l'agroalimentaire, les mines, l'immobilier, la distribution, la technologie, le télécom, le transport, l'énergie, le tourisme et la pharmacie.

Les prix de clôture journaliers ont été collectés sur la plateforme Investing.com pour la période du 1er novembre 2023 au 30 avril 2026, soit un horizon de trente mois. Seules les entreprises disposant d'au moins vingt jours de cotation par période calendaire annuelle ont été retenues, ce qui conduit à exclure neuf observations partielles. Le panel final comprend 151 observations annuelles.

2.3. Variables et mesures

2.3.1. Variable dépendante : le ratio de Sharpe annualisé

La performance ajustée au risque est mesurée par le ratio de Sharpe annualisé, défini pour chaque entreprise i et chaque période t comme suit :

$$\text{Ratio de Sharpe} = \frac{R_{it} - R_f}{\sigma_{it}}$$

Le rendement R_{it} est calculé comme le rendement cumulé sur l'ensemble de la période calendaire considérée, à partir des rendements journaliers simples. La volatilité σ_{it} est définie comme l'écart-type des rendements journaliers de la période, annualisé par multiplication par $\sqrt{252}$. Le taux sans risque R_f correspond au taux des Bons du Trésor marocains à cinquante-deux semaines, qui s'établissait à 3,07 % en 2023, 2,98 % en 2024, 2,85 % en 2025 et 2,75 % en 2026, en cohérence avec la politique monétaire de Bank Al-Maghrib.

Le choix du ratio de Sharpe comme indicateur central est justifié par la littérature, qui le considère comme la mesure de référence de la performance boursière car il intègre simultanément le rendement et le risque (Garel & Petit-Romec, 2021; Harabida et al., 2022). Sa déclinaison annualisée à partir de données journalières permet par ailleurs d'obtenir des estimations plus robustes que celles fondées sur des données de fréquence plus faible.

2.3.2. Variable d'intérêt : l'indicatrice ESG

La variable ESG(i) est une indicatrice binaire prenant la valeur 1 si l'entreprise appartient à la composition officielle du MASI ESG au 15 novembre 2023, et 0 dans le cas contraire. Cette variable est temporellement stable sur l'ensemble de la période d'observation, aucune modification de la composition de l'indice n'étant intervenue entre novembre 2023 et avril 2026. Cette stabilité est une condition nécessaire à l'identification de l'effet ESG dans une spécification pooled OLS.

2.4. Spécification économétrique :

Nous estimons trois modèles de régression OLS, dont les spécifications sont résumées dans le tableau ci-après. Les erreurs standards sont systématiquement corrigées pour l'hétéroscédasticité par la méthode de (White, 1980), dite HC1, dont la pertinence est confirmée par les tests de Breusch-Pagan réalisés sur les résidus.

Tableau 1 : Spécification économétriques

Modèles	Spécifications
Modèle 1	$RS_{it} = \alpha + \mu ESG_i + \varepsilon_{it}$
Modèle 2	$RS_{it} = \alpha + \mu ESG_i + \sum \partial sDS + \varepsilon_{it}$
Modèle 3	$RS_{it} = \alpha + \mu ESG_i + \sum \partial sDS + \sum \delta sDt + \varepsilon_{it}$

Source : Construits des auteurs

La variable ESG étant temporellement invariante, l'estimateur Within (effets fixes intra-firme) n'est pas identifié pour le coefficient μ . Nous privilégions donc le Pooled OLS augmenté d'effets fixes catégoriels, conformément aux pratiques documentées dans la littérature sur des configurations similaires (Biju et al., 2025; Gavrilakis & Floros, 2023). Le modèle 1 constitue la spécification bivariée de référence ; le modèle 2 contrôle les hétérogénéités sectorielles ; le modèle 3 ajoute le contrôle des chocs macroéconomiques annuels communs à l'ensemble des entreprises.

3. Résultat et discussion

3.1. Statistiques descriptives :

Tableau 2 : Statistiques descriptives par groupes ESG

Variable	N	Moyenne	Écart type	Min	Max	Médiane	Vol. moyenne
Sharpe Ratio, MASI ESG (ESG=1)	79	0.2842	1.0185	-0.9396	4.1110	0.0078	29.59%
Sharpe Ratio, MASI (ESG=0)	72	0.6300	2.1482	-0.9396	14.8214	-0.1063	36.90%

Rendement Annuel, MASI ESG	79	12.11%	—	—	—	—	—
Rendement Annuel, MASI	72	31.34%	—	—	—	—	—

Source : Calculs des auteurs

L'examen du Tableau 1 appelle plusieurs observations. En premier lieu, les entreprises MASI ESG affiche un ratio de Sharpe moyen de 0,28, sensiblement inférieur à celui des entreprises non-ESG (0,63), soit un écart brut de 0,35 point. Cet écart n'est cependant pas le reflet d'un rendement corrigé du risque défavorable aux entreprises ESG per se : il témoigne avant tout d'une différence de rendement brut particulièrement marquée entre les deux groupes (12,11 % pour le MASI ESG contre 31,34 % pour le MASI classique), dans un contexte de cycle haussier exceptionnel profitant aux secteurs surreprésentés dans le groupe non-ESG.

En second lieu, conformément aux prédictions de la théorie des parties prenantes, les entreprises ESG présentent une volatilité annualisée moyenne plus faible (29,59 % contre 36,90 %), ce qui confirme leur meilleur profil de risque. Ce résultat est cohérent avec les conclusions de (Hamou et al., 2025) sur la dynamique de volatilité du MASI ESG. Toutefois, la réduction de volatilité n'est pas suffisante pour compenser l'écart de rendement et générer un ratio de Sharpe supérieur.

Troisièmement, la forte dispersion intra-groupe du côté non-ESG avec un écart-type de 2,15 et un maximum de 14,82, portés par des valeurs extrêmes dans les secteurs immobilier et minier qui soulève d'emblée des questions sur la significativité statistique des différences observées et justifie le recours à des estimateurs robustes à l'hétéroscédasticité.

3.2. Tests de différence de moyennes :

Tableau 3 : Tests de différence de moyennes

Test statistique	Statistique	p-value	Décision
T-test de Welch : Sharpe ESG vs Non-ESG	t = -1.2445	0.2162	Non significative (p>0.10)
Test de Levene : Égalité des variances	F = 1.9851	0.1609	Variances égales (p>0.10)
Mann-Whitney U : Test non paramétrique	U = 2824	0.9421	Non significative (p>0.10)

Source : Calculs des auteurs

Les trois tests du Tableau 3 convergent sans ambiguïté : aucun ne permet de rejeter l'hypothèse nulle d'égalité de distribution des ratios de Sharpe entre les deux groupes, quelle que soit la spécification

retenue. Le T-test de Welch ($t = -1,24$; $p = 0,22$) exclut toute significativité même au seuil très libéral de 10 %. Le test de Levene ($F = 1,99$; $p = 0,16$) confirme l'homogénéité des variances, ce qui rassure sur la robustesse du T-test utilisé. Le test de Mann-Whitney ($U = 2\,824$; $p = 0,94$), qui ne fait aucune hypothèse distributionnelle, aboutit à la même conclusion.

Ces résultats conduisent au rejet de l'hypothèse H1 dans sa formulation initiale, pour que l'appartenance au MASI ESG n'est pas associée à un ratio de Sharpe statistiquement différent de celui des entreprises non-ESG sur la période considérée. Ils invitent néanmoins à poursuivre l'analyse par régression pour vérifier si ce résultat se maintient après contrôle des effets sectoriels et temporels.

3.3. Résultats des régressions OLS :

Tableau 4 : les 3 modèles OLS de régression linéaire

Variable	Modèle 1 OLS Bivarié	Modèle 2 OLS Secteur FE	Modèle 3 OLS et Secteur & Année FE
Constante (α)	0.6300***	0.6628	0.0631
(p-value)	(0.0012)	(0.5321)	(0.8712)
β, Variable ESG (Binaire 0/1)	-0.3458	-0.2642	-0.2421
(p-value)	(0.2132)	(0.4744)	(0.4887)
IC 95%	[-0.8904 ; 0.1987]	[-0.9879 ; 0.4596]	[-0.9276 ; 0.4434]
R²	0.0109	0.1076	0.2655
R² Ajusté	0.0043	0.0157	0.1716
N Observations	151	151	151
Effets Secteur	Non	Oui	Oui
Effets Année	Non	Non	Oui

3.3.1. Modèle 1 :

La spécification bivariée fournit un coefficient $\mu(\text{ESG}) = -0,35$ ($p = 0,21$), dont l'intervalle de confiance à 95 %, compris entre $-0,89$ et $0,20$, inclut zéro. La constante $\alpha = 0,63$ correspond au ratio de Sharpe moyen prédit pour le groupe non-ESG, parfaitement cohérent avec la statistique descriptive du Tableau 1. Le R^2 de 0,011 confirme que la seule variable ESG est incapable d'expliquer la variance observée du ratio de Sharpe dans l'échantillon : moins d'un centième de la variance totale lui est attribuable.

3.3.2. Modèle 2 et 3 :

L'introduction des effets sectoriels dans le modèle 2 améliore substantiellement le pouvoir explicatif global ($R^2 = 0,11$), ce qui confirme le rôle déterminant de l'appartenance sectorielle dans l'explication des écarts de performance. Le coefficient $\mu(\text{ESG})$ reste négatif et d'ordre de grandeur similaire ($-0,26$), mais demeure non significatif ($p = 0,47$). Le modèle 3, qui ajoute les effets temporels, atteint un R^2 de $0,27$ (ajusté à $0,17$), soulignant l'importance des chocs macroéconomiques communs annuels notamment les hausses des taux directeurs et la conjoncture du secteur immobilier dans l'explication de la performance. Le coefficient $\mu(\text{ESG}) = -0,24$ ($p = 0,49$) demeure stable en magnitude et en non-significativité.

La stabilité du coefficient ESG à travers les trois spécifications, à la fois en signe et en ordre de grandeur (entre $-0,24$ et $-0,35$), constitue en elle-même un résultat intéressant : elle indique que l'effet ESG brut n'est pas absorbé par les contrôles sectoriels ou temporels, et qu'il n'y a pas de confusion entre l'effet ESG et d'autres déterminants de la performance. En d'autres termes, l'absence de significativité n'est pas un artefact des omissions de la spécification bivariable. L'hypothèse H2 est donc également rejetée.

3.4. Discussion :

3.4.1. Interprétation de la non-significativité :

L'absence d'effet ESG significatif sur le ratio de Sharpe appelle une interprétation économique rigoureuse, au-delà de la seule lecture statistique. Plusieurs mécanismes se combinent pour expliquer ce résultat.

En premier lieu, la forte hétérogénéité intra-groupe dans le sous-échantillon non-ESG, illustrée par un écart-type de $2,15$ et un Sharpe maximum de $14,82$ aient considérablement la puissance statistique des tests. Ces valeurs extrêmes, portées par des entreprises des secteurs immobilier (Douja Prom Addoha, Aradei Capital, Résidences Dar Saada) et minier (Managem), reflètent des conditions de marché exceptionnelles sur la période 2024-2025 : le plan gouvernemental de logement social et la reprise du cycle des matières premières ont généré des rendements inhabituellement élevés pour ces secteurs, qui ne sont pas représentés dans le MASI ESG.

En second lieu, la brièveté de la fenêtre d'observation constitue une limite structurelle. La littérature est claire sur ce point : (Friede et al., 2015) montrent que l'effet ESG sur la performance financière est significativement plus marqué sur des horizons de cinq à dix ans, car il faut du temps pour que les bénéfices d'une meilleure gestion des risques non-financiers se capitalisent dans les cours boursiers. Trente mois, dont une partie dominée par des chocs sectoriels idiosyncratiques, est clairement insuffisant pour révéler une prime ESG structurelle.

Troisièmement, la variable binaire ESG, si elle présente l'avantage de la simplicité et de l'exogénéité, masque des disparités importantes au sein du groupe MASI ESG. Les vingt entreprises incluses dans l'indice ne sont pas uniformément avancées dans leurs pratiques ESG : certaines s'y distinguent nettement, d'autres ont été intégrées à la marge du seuil de sélection. Un score ESG continu permettrait de capter ces effets de gradation et de tester si les entreprises aux pratiques les plus avancées bénéficient effectivement d'une prime de Sharpe.

3.4.2. Mise en perspective avec la littérature :

Nos résultats s'inscrivent dans un corpus croissant d'études documentant l'absence de prime ESG à court terme dans les marchés émergents. Ils sont cohérents avec (Biju et al., 2025) pour l'Inde, (Harabida et al., 2022) pour le Maroc en période de COVID, et les résultats turcs de (Omura et al., 2021) sur les performances à moyen terme. Ils contrastent avec les conclusions obtenues dans les marchés développés, notamment (Gavrilakis & Floros, 2023) pour l'Europe, où la relation ESG-Sharpe est positive et significative.

Cette divergence entre marchés développés et émergents n'est pas surprenante. Elle reflète la différence de maturité institutionnelle : dans les marchés développés, les investisseurs ESG sont suffisamment nombreux et bien informés pour valoriser les pratiques durables dans les cours boursiers. Dans les marchés émergents, et notamment marocain, la base d'investisseurs institutionnels intégrant explicitement des critères ESG dans leurs décisions reste encore limitée, ce qui réduit la capacité du marché à « pricer » correctement les entreprises durables.

Il est aussi important de noter que l'absence de significativité ne signifie pas l'absence de valeur de l'ESG. Comme le rappellent (Hamou et al., 2025; JANAH & SASSI, 2022), les entreprises marocaines ESG bénéficient d'une moindre volatilité et d'une meilleure performance opérationnelle. Ces avantages se matérialisent dans une réduction du risque plutôt que dans une hausse des rendements, profil qui peut tout à fait justifier une allocation ESG dans le cadre d'une stratégie de gestion des risques long terme.

Conclusion :

La présente étude s'est attachée à tester empiriquement si l'appartenance au MASI ESG, indice boursier ESG de la Bourse de Casablanca, se traduit par une performance ajustée au risque supérieure, mesurée par le ratio de Sharpe annualisé. Sur un panel de 39 entreprises et 151 observations couvrant la période de novembre 2023 à avril 2026, les trois spécifications OLS estimées convergent vers une conclusion univoque : le coefficient associé à la variable ESG binaire est négatif (entre $-0,24$ et $-0,35$) mais statistiquement non significatif dans l'ensemble des modèles, y compris après contrôle des effets sectoriels et temporels.

Ce résultat, qui peut paraître décevant au regard des attentes théoriques, s'explique par une combinaison de facteurs bien identifiés : la surperformance cyclique de secteurs non-ESG sur la période, la brièveté de la fenêtre d'observation et la nature grossière de la variable binaire ESG. Il est par ailleurs cohérent avec la littérature sur les marchés émergents, qui documente systématiquement l'absence ou la faiblesse de la prime ESG à court terme, faute d'une base suffisante d'investisseurs institutionnels ESG.

Ces résultats ont des implications pratiques directes. Pour les investisseurs institutionnels marocains, ils suggèrent que l'adoption de stratégies ESG ne se justifie pas par une espérance de surperformance à court terme, mais davantage par la réduction du risque et la meilleure résilience à long terme qu'ils procurent. Pour les régulateurs et la Bourse de Casablanca, ils plaident pour un renforcement de la profondeur du marché ESG, notamment par des incitations fiscales à l'investissement durable et par le développement d'une base d'investisseurs institutionnels locaux intégrant des mandats ESG explicites.

Plusieurs pistes prolongent naturellement ce travail. L'extension de la période d'analyse à cinq, ou à sept ans permettrait de tester si une prime ESG se matérialise à plus long terme. L'introduction de variables de contrôle financières tels que la taille, le levier, la profitabilité, la liquidité, améliorerait l'identification de l'effet ESG en isolant sa contribution propre. L'utilisation d'un score ESG continu, en remplacement de la simple indicatrice binaire, permettrait de capturer les effets de gradation et de tester si les entreprises aux pratiques les plus avancées bénéficient d'une prime spécifique. Enfin, le traitement de l'endogénéité potentielle de la variable ESG par des méthodes d'estimation adaptées (GMM, variables instrumentales) constitue un enjeu méthodologique central pour les études futures.

Références :

- Biju, A. V. N., Geetha, S., Prasad, S., Sasidharan, A., & Jayachandran, A. (2025). ESG-firm performance nexus : Evidence from an emerging economy. *Business Strategy and the Environment*, 34(3), 3469-3496.
- 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>
- Brulhart, F., Guieu, G., & Maltese, L. (2010). Théorie des ressources. *Revue française de gestion*, 204(5), 83-86.
- Eccles, R. G., Ioannou, I., & Serafeim, G. (2014). The impact of corporate sustainability on organizational processes and performance. *Management science*, 60(11), 2835-2857.
- Freeman, R., & Mcvea, J. (2001). A Stakeholder Approach to Strategic Management. *SSRN Electronic Journal*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.263511>
- Friede, G., Busch, T., & Bassen, A. (2015a). 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>
- Friede, G., Busch, T., & Bassen, A. (2015b). ESG and financial performance : Aggregated evidence from more than 2000 empirical studies. *Journal of sustainable finance & investment*, 5(4), 210-233.
- Garel, A., & Petit-Romec, A. (2021). Investor rewards to environmental responsibility : Evidence from the COVID-19 crisis. *Journal of Corporate Finance*, 68, 101948. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2021.101948>
- Gavrilakis, N., & Floros, C. (2023). ESG performance, herding behavior and stock market returns : Evidence from Europe. *Operational research*, 23(1), 3.
- 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.
- Harabida, M., Radi, B., & Gueyie, J.-P. (2022). Socially responsible investment during the COVID-19 Pandemic : Evidence from Morocco, Egypt and Turkey. *International Journal of Economics and Finance*, 14(4), 1-65.
- JANAHA, O. O., & SASSI, H. (2022). The role of ESG factors in mitigating crisis effects on Moroccan public companies' financial performance. *African Scientific Journal*, 3(15), 256-256.

- 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/https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)
- Omura, A., Roca, E., & Nakai, M. (2021). Does responsible investing pay during economic downturns : Evidence from the COVID-19 pandemic. *Finance research letters*, 42, 101914.
- Pedersen, L. H., Fitzgibbons, S., & Pomorski, L. (2021). Responsible investing : The ESG-efficient frontier. *Journal of Financial Economics*, 142(2), 572-597. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2020.11.001>
- Spence, M. (1973). Job Market Signaling. *The Quarterly Journal of Economics*, 87(3), 355-374. JSTOR. <https://doi.org/10.2307/1882010>
- White, H. (1980). A heteroskedasticity-consistent covariance matrix estimator and a direct test for heteroskedasticity. *Econometrica: journal of the Econometric Society*, 817-838.
- Zhang, X., Zhao, X., & He, Y. (2022). Does it pay to be responsible ? The performance of ESG investing in China. *Emerging Markets Finance and Trade*, 58(11), 3048-3075.