

Impact de la divulgation des informations ESG sur la création de la valeur actionnariale et la performance financière : cas des entreprises cotées à la Bourse de Casablanca

Impact of ESG Information Disclosure on Shareholder Value Creation and Financial Performance: Evidence from Companies Listed on the Casablanca Stock Exchange.

Auteur 1 : AZOUAGH INSSAF.

Auteur 2 : WAKENNOU SALAH.

Dr. AZOUAGH INSSAF, 0000-0001-6683-5260, Docteur en sciences de Gestion.

1 Université Ibn tofail, Kénitra / Faculté d'Economie et de Gestion, Kénitra- Maroc

Dr. WAKENNOU SALAH, Docteur en sciences de Gestion.

2 Université Hassan II Casablanca / Faculté des sciences juridiques économiques et sociales de Mohammedia-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 : AZOUAGH .I & WAKENNOU .S (2026) « Impact de la divulgation des informations ESG sur la création de la valeur actionnariale et la performance financière : cas des entreprises cotées à la Bourse de Casablanca », African Scientific Journal « Volume 03, Num 38 » pp: 001 – 031.



DOI : 10.5281/zenodo.23243814
Copyright © 2026 – ASJ



Résumé

L'importance croissante de la finance durable a accru l'attention portée aux pratiques de publication d'informations environnementales, sociales et de gouvernance (ESG), en particulier sur les marchés émergents. Au Maroc, les sociétés cotées sont de plus en plus encouragées à renforcer leur transparence et à intégrer des informations extra-financières dans leurs stratégies de communication, en réponse à l'évolution de la réglementation, aux attentes des parties prenantes et aux tendances en matière d'investissement durable. Cependant, les données empiriques concernant la relation entre la publication d'informations ESG, la création de valeur pour les actionnaires et la performance financière dans le contexte marocain restent limitées.

Cette étude vise à examiner l'impact de la publication d'informations ESG sur la création de valeur pour les actionnaires et la performance financière des sociétés cotées marocaines. Plus précisément, elle cherche à déterminer si les entreprises qui présentant des niveaux de publication d'informations ESG plus élevés génèrent une plus grande valeur pour les actionnaires et obtiennent de meilleures performances financières. La recherche se concentre sur les entreprises non financières cotées à la Bourse de Casablanca sur la période 2020-2024. Cette étude adopte une approche quantitative fondée sur l'analyse de données de panel. Un indice de divulgation ESG sera élaboré à partir d'informations extraites des rapports annuels et des déclarations de développement durable. La création de valeur pour les actionnaires sera évaluée à l'aide du Q de Tobin, tandis que la performance financière sera mesurée à l'aide du ROA. Des variables de contrôle, notamment la taille, l'endettement et l'âge, seront également intégrées dans les modèles économétriques. L'analyse s'appuiera sur des régressions de panel à effets fixes, étayées par des tests de spécification de Hausman et des contrôles de robustesse. Les résultats trouvés ne donnent pas des preuves significatives de l'effet de la publication d'informations ESG sur la création de valeur pour les actionnaires ni sur la performance financière. Les résultats suggèrent également que la publication d'informations ESG des entreprises les plus jeunes renforce la confiance des investisseurs et contribue à la création de valeur à long terme au sein des sociétés cotées marocaines. Ces conclusions viennent étayer l'idée de plus en plus répandue selon laquelle des pratiques commerciales durables et transparentes constituent un moteur important de la compétitivité des entreprises et de leur viabilité financière sur les marchés émergents.

Cette étude apporte une contribution à la littérature sur la finance durable et les pratiques ESG en fournissant des données empiriques issues du marché boursier marocain. Elle offre également des implications pratiques pour les dirigeants, les investisseurs et les régulateurs

concernant l'importance stratégique de la publication d'informations ESG pour renforcer la valeur d'entreprise et la performance financière.

Mots-clés :

Publication d'informations ESG, création de valeur pour les actionnaires, performance financière, finance durable, sociétés cotées marocaines, données de panel.

Abstract

The growing importance of sustainable finance has increased the attention given to Environmental, Social and Governance (ESG) disclosure practices, particularly in emerging and frontier markets. In Morocco, listed companies are increasingly encouraged to strengthen transparency and integrate extra-financial information into their communication strategies in response to regulatory developments, stakeholder expectations and sustainable investment trends. However, empirical evidence regarding the relationship between ESG disclosure, shareholder value creation and financial performance in the Moroccan context remains limited. This study aims to examine the impact of ESG disclosure on shareholder value creation and the financial performance of Moroccan publicly traded companies. More specifically, it seeks to determine whether companies with higher levels of ESG disclosure generate greater shareholder value and achieve better financial performance. The research focuses on non-financial companies listed on the Casablanca Stock Exchange over the 2020–2024 period.

This study adopts a quantitative approach based on panel data analysis. An ESG disclosure index will be developed using information extracted from annual reports and sustainability statements. Shareholder value creation will be assessed using Tobin's Q, while financial performance will be measured using ROA. Control variables, including firm size, debt, and age, will also be incorporated into the econometric models. The analysis will rely on fixed-effects panel regressions, supported by Hausman specification tests and robustness checks.

The findings do not provide significant evidence of the effect of ESG disclosure on shareholder value creation or financial performance. The results also suggest that ESG disclosures by younger companies strengthen investor confidence and contribute to long-term value creation among Moroccan listed companies. These findings support the increasingly widespread view that sustainable and transparent business practices are a key driver of corporate competitiveness and financial viability in emerging markets.

This study contributes to the literature on sustainable finance and ESG practices by providing empirical data from the Moroccan stock market. It also offers practical implications for executives, investors, and regulators regarding the strategic importance of ESG disclosure in enhancing corporate value and financial performance.

Keywords: ESG disclosure, shareholder value creation, financial performance, sustainable finance, Moroccan listed companies, panel data.

Introduction

Ces dernières années, des enjeux tels que le changement climatique, les inégalités sociales et la pollution environnementale ont pris une importance croissante, faisant de la transition vers le développement durable un défi incontournable pour l'économie mondiale. Dans ce contexte, le concept ESG (environnement, social et gouvernance) s'est imposé comme un facteur clé dans les stratégies d'entreprise et les décisions d'investissement.

S'appuyant sur les travaux pionniers de Howard Bowen (1953) et de Milton Friedman (1970), l'une des questions les plus débattues en matière d'ESG concerne la relation entre la publication d'informations ESG, la création de valeur pour les actionnaires et la performance financière. Cette relation s'inscrit au cœur d'un débat théorique structuré autour de deux courants opposés. D'une part, la théorie de la primauté actionnariale (Friedman, 1970) soutient que l'allocation de ressources à des objectifs environnementaux ou sociaux peut détourner l'entreprise de son objectif premier de maximisation de la richesse des actionnaires.

D'autre part, la théorie des parties prenantes (Freeman, 2010) et la théorie de la légitimité avancent que la prise en compte des attentes de l'ensemble des parties prenantes constitue une condition de la pérennité et de la création de valeur à long terme de l'entreprise. La théorie de la signalisation complète ce cadre en expliquant pourquoi la divulgation ESG, en réduisant l'asymétrie d'information entre l'entreprise et ses parties prenantes, peut être perçue par les marchés comme un signal de qualité de gouvernance et de gestion des risques.

En conséquence de ces évolutions théoriques et pratiques, de nombreuses entreprises intègrent de plus en plus les pratiques ESG dans leurs orientations stratégiques, en allouant davantage de ressources à l'amélioration de leurs impacts environnementaux, sociaux et de gouvernance, tout en renforçant la publication d'informations relatives à ces activités.

La publication d'informations ESG est ainsi devenue un mécanisme essentiel par lequel les entreprises démontrent leur engagement en faveur du développement durable, contribuant à renforcer leur réputation, à attirer les investisseurs, à réduire leurs coûts de financement et à améliorer leur valorisation boursière (Zhan, 2023).

Plusieurs études menées sur les marchés financiers développés confirment l'existence d'une relation positive entre la publication d'informations ESG et la performance des entreprises (Li et al., 2018 ; Qureshi et al., 2020 ; Mohammad & Wasiuzzaman, 2021 ; Abdi et al., 2022 ; Eichholtz et al., 2019 ; Banerjee et al., 2020). Les entreprises fournissant des informations ESG de haute qualité ont tendance à afficher une valeur de marché et une rentabilité plus élevée, ce

qui suggère que la transparence ESG reflète de bonnes pratiques de gouvernance et une orientation durable à long terme, conformément aux prédictions de la théorie de la légitimité et de la théorie des parties prenantes.

Des travaux antérieurs indiquent également que la publication d'informations ESG peut améliorer l'efficacité de l'allocation des ressources et renforcer la performance opérationnelle grâce à des coûts de financement réduits (Wu, Zhu & Tao, 2024), ainsi qu'augmenter les flux de trésorerie en attirant des investisseurs socialement responsables (Niu & Wang, 2024).

En outre, conformément à la théorie de la signalisation, les informations ESG permettent aux investisseurs et aux parties prenantes de mieux évaluer les risques d'entreprise et la valeur à long terme, facilitant ainsi des décisions d'investissement plus rationnelles (Pan, 2026).

Malgré l'intérêt croissant des chercheurs pour la relation entre la publication d'informations ESG et la performance financière des entreprises, les données empiriques restent limitées sur les marchés financiers émergents et frontalières, en particulier dans le contexte marocain. La plupart des études antérieures se sont concentrées sur les économies développées, tandis que les caractéristiques spécifiques des marchés financiers nord-africains et émergents ont fait l'objet d'une attention relativement faible. Cette lacune est d'autant plus regrettable que la structure institutionnelle, réglementaire et actionnariale du marché marocain diffère sensiblement de celle des marchés étudiés jusqu'ici, ce qui pourrait modérer l'applicabilité des cadres théoriques mobilisés.

Par conséquent, cette étude vise à répondre à la question de recherche suivante : Quel est l'impact de la publication d'informations ESG sur la création de valeur pour les actionnaires et la performance financière des sociétés cotées à la Bourse des Valeurs de Casablanca ?

Cette recherche a pour objectif de combler les lacunes relatives à l'absence de recherches évaluant le niveau de divulgation d'information ESG des sociétés cotées à la bourse. Elle a également pour objectif d'examiner l'impact de la publication d'informations ESG sur la création de valeur pour les actionnaires et également d'étudier son impact sur la performance financière des sociétés cotées à la Bourse de Casablanca.

Plus précisément, elle cherche à déterminer si les entreprises qui publient davantage d'informations ESG génèrent une plus grande valeur pour les actionnaires et affichent de meilleurs résultats financiers.

A cet égard le sujet de cette étude est « Impact de la divulgation des informations ESG sur la création de la valeur actionnariale et la performance financière : cas des entreprises cotées à la Bourse de Casablanca ».

L'étude se concentre sur les sociétés non financières cotées à la Bourse de Casablanca au cours de la période 2020-2024. Une approche quantitative fondée sur l'analyse de données de panel est adoptée. Un indice de divulgation ESG est construit à partir d'informations extraites des rapports annuels et des rapports de développement durable. La création de valeur pour les actionnaires est évaluée à l'aide du ratio de Tobin's Q, tandis que la performance financière est mesurée à l'aide du rendement des actifs (ROA). Des variables de contrôle telles que la taille, l'âge et l'endettement de l'entreprise sont intégrées dans les modèles économétriques, et l'analyse empirique s'appuie sur des régressions de panel à effets fixes, étayées par des tests de spécification de Hausman et des tests de robustesse.

Pour répondre à cette question de recherche, cet article s'organise comme suit

La première section présente le cadre théorique et la revue de littérature mobilisés pour formuler les hypothèses de recherche, en s'appuyant notamment sur la théorie de la légitimité, la théorie des parties prenantes et la théorie de la signalisation.

La deuxième section décrit la méthodologie adoptée, à savoir la construction de l'indice de divulgation ESG, la mesure des variables de création de valeur actionnariale et de performance financière, ainsi que les modèles économétriques de données de panel utilisés.

La troisième section présente et discute les résultats empiriques obtenus, accompagnés des tests de robustesse réalisés.

Enfin, la dernière section conclut l'étude en synthétisant les principaux apports théoriques et pratiques de la recherche, avant d'en souligner les limites et de proposer des pistes pour des recherches futures.

1. Fondements théoriques et conceptuels

1.1. ESG et création de valeur actionnariale

La création de valeur actionnariale, souvent appréhendée par le Q de Tobin ou des indicateurs boursiers assimilés, constitue un second canal par lequel la divulgation ESG peut exercer une influence sur les entreprises. Plusieurs travaux récents apportent un appui empirique à ce lien. Ainsi, l'étude de Desai (2024), menée sur un échantillon de 940 entreprises indiennes cotées, conclut que la divulgation ESG a un effet positif et significatif sur la valeur de marché des entreprises, mesurée à la fois par le ratio cours/valeur comptable et par le Q de Tobin.

Dans la même perspective, une étude de An, H et al. (2025) conduite sur les sociétés cotées aux bourses de Shanghai et Shenzhen pendant la période allant de 2013 à 2020, indique que la divulgation d'informations ESG accroît la valeur de l'entreprise mesurée par le Q de Tobin, cet effet est exercé souvent à travers un assouplissement des contraintes de financement.

De même, dans le contexte du marché saoudien, l'étude récente de Hamdouni (2025) portant sur des entreprises conformes à la charia conclut que la divulgation ESG exerce un effet positif et statistiquement significatif sur la valeur de l'entreprise mesurée par le Q de Tobin, le ROA et le ROE, ces résultats étant cohérents avec les théories de l'agence, des parties prenantes et de la signalisation, en ce qu'ils traduisent un renforcement de la transparence, une réduction de l'asymétrie d'information et une consolidation de la confiance des parties prenantes. Cette étude souligne en outre que la taille de l'entreprise modère positivement cette relation.

Toutefois, ce lien n'est pas systématiquement confirmé dans la littérature. Une étude portant sur la permanence de la divulgation ESG, menée par Yeye & Egbunike (2023), conclut certes à un effet positif de la permanence de la divulgation ESG sur la valeur de l'entreprise, tandis que la rentabilité exerce un effet modérateur négatif sur le Q de Tobin. Mais dans un test alternatif portant sur le secteur du transport aérien, les mêmes données conduisent à rejeter l'hypothèse selon laquelle la dimension ESG aurait un effet statistiquement significatif sur le Q de Tobin, signalant ainsi une hétérogénéité sectorielle dans la robustesse de cette relation.

L'ensemble de ces travaux empiriques, menés dans des contextes géographiques et sectoriels variés, convergent vers un constat similaire : la divulgation ESG constitue un levier déterminant de la performance des entreprises. Elle améliore les indicateurs financiers et la valeur de marché, réduit le coût du capital et les spreads de financement, diminue le risque de financement et le risque de défaut des entreprises, et contribue à atténuer l'asymétrie d'information entre les entreprises et leurs parties prenantes en renforçant la transparence et la confiance des investisseurs.

Toutefois, ces travaux ont principalement été réalisés dans des économies développées ou certains marchés émergents, tandis que le contexte des entreprises marocaines demeure peu étudié. Cette limite est importante dans la mesure où les spécificités institutionnelles et réglementaires du marché marocain peuvent influencer différemment la relation entre la divulgation ESG et la performance financière.

Afin de combler cette lacune, nous avons formulé l'hypothèse de recherche suivante :

H1 : La divulgation ESG exercerait une influence positive sur la création de valeur actionnariale dans les entreprises cotées à la bourse de Casablanca.

1.2. Divulgation ESG et performance financière

La divulgation d'informations ESG s'inscrit dans le prolongement de la responsabilité sociale des entreprises (RSE) et de l'investissement socialement responsable (ISR), deux concepts dont l'appropriation et la maîtrise par les entreprises marocaines cotées reste encore inégale et progressive.

L'effet de cette divulgation sur la performance financière fait l'objet de débats persistants dans la littérature, structurés autour de deux approches théoriques antagonistes : la théorie de la primauté des actionnaires et la théorie des parties prenantes.

Selon la théorie de la primauté des actionnaires, la vocation première d'une entreprise est de maximiser la valeur pour ses actionnaires.

La primauté des actionnaires trouve généralement son expression dans le principe de maximisation de la valeur actionnariale (Shareholder Value Maximization – SVM). Selon cette logique, les dirigeants doivent orienter leurs décisions vers la maximisation du rendement des investissements des actionnaires. Cette approche n'exclut pas nécessairement les initiatives de RSE, mais elle conditionne leur mise en œuvre à leur capacité à contribuer à la performance économique de l'entreprise (Smith et Rönnegard, 2016).

Dans cette perspective, les actions sociales, environnementales et éthiques sont considérées comme légitimes uniquement lorsqu'elles participent à l'amélioration des résultats financiers ou au renforcement de l'avantage concurrentiel. La RSE est alors appréhendée comme un instrument stratégique plutôt qu'une obligation morale.

Dans le contexte marocain, où la structure actionnariale des entreprises cotées est souvent concentrée entre les mains de groupes familiaux ou de holdings, toute affectation de ressources à des objectifs environnementaux ou sociaux pourrait être perçue comme une dilution de la valeur actionnariale et un manquement aux responsabilités fondamentales des dirigeants (Friedman, 2007).

Dans un contexte de séparation entre propriété et contrôle, l'asymétrie informationnelle favorise les comportements d'aléa moral (Jensen & Meckling, 1976), risque accentué par la faiblesse relative des mécanismes de contrôle indépendant au sein des conseils d'administration marocains.

Les caractéristiques personnelles des dirigeants influencent par ailleurs différemment le profil de risque des entreprises. Certains dirigeants peuvent instrumentaliser la RSE à des fins d'image ou d'enrichissement personnel, et un surinvestissement dans des projets de durabilité peut enfin éroder la valeur de marché (Nekhili et al., 2021).

Par ailleurs, la production d'informations non financières génère des coûts additionnels non négligeables pour des entreprises marocaines dont les ressources dédiées au reporting extra-financier restent souvent limitées (Lin et al., 2026).

Les scandales et les mauvaises notations ESG peuvent par ailleurs porter atteinte à la réputation des entreprises (Fatemi et al., 2018), et une utilisation stratégique de la communication extra-

financière pour masquer des pratiques contraires à l'éthique peut freiner la croissance à long terme (Wong et Zhang, 2022).

La théorie des parties prenantes adopte une position inverse, en soutenant que seules les entreprises qui assument leurs responsabilités envers l'ensemble de leurs parties prenantes sont en mesure d'assurer un développement durable (Freeman et McVea, 2005).

Le concept de parties prenantes, ou de gestion des parties prenantes, ou encore l'approche des parties prenantes appliquée au management stratégique, suggère que les dirigeants doivent élaborer et mettre en œuvre des processus permettant de satisfaire l'ensemble, et uniquement, des groupes ayant un intérêt dans l'entreprise (Freeman et McVea, 2005).

La tâche centrale de cette approche consiste à gérer et intégrer les relations ainsi que les intérêts des actionnaires, des employés, des clients, des fournisseurs, des communautés et des autres groupes concernés, de manière à assurer le succès à long terme de l'entreprise (Freeman et McVea, 2005).

L'approche par les parties prenantes met l'accent sur une gestion active de l'environnement de l'entreprise, sur le développement des relations entre les acteurs concernés ainsi que sur la promotion d'intérêts partagés (Freeman et McVea, 2005).

L'approche des parties prenantes considère que l'entreprise doit prendre en compte l'ensemble des groupes ayant un intérêt dans son activité (actionnaires, employés, clients, fournisseurs, communautés). Elle vise à intégrer et équilibrer leurs intérêts afin d'assurer la performance et la pérennité de l'entreprise.

Contrairement à la vision centrée uniquement sur la maximisation de la valeur actionnariale, cette théorie propose une gestion stratégique des relations avec les parties prenantes, fondée sur la coopération, la création de valeur partagée et la prise en compte des intérêts multiples.

Elle constitue ainsi un cadre essentiel pour comprendre comment la performance de l'entreprise peut être améliorée par une meilleure prise en compte des attentes des parties prenantes.

Dans le contexte marocain, ces parties prenantes englobent les acteurs internes, actionnaires, dirigeants, salariés, et les acteurs externes, consommateurs, fournisseurs, communautés locales, pouvoirs publics et bailleurs de fonds internationaux tels que la Banque Mondiale ou la Banque Africaine de Développement (Freeman, 2010).

Cette approche place l'éthique des affaires et la responsabilité sociale au cœur du fonctionnement de l'entreprise. En période de turbulences économiques et d'incertitude, notamment lors des répercussions sur l'économie marocaine, le « capital éthique » constitue une protection pour les entreprises engagées dans des stratégies environnementales et sociales.

De nombreux travaux empiriques montrent que la RSE et la divulgation ESG favorisent le développement des organisations. À cet égard, Li et al. (2018) ont examiné la relation entre la performance ESG et la performance financière des entreprises, en se concentrant sur des groupes cotés du secteur de la production d'électricité en Chine à l'aide de données de panel. Ils ont conclu qu'une bonne performance ESG améliore significativement les indicateurs financiers, confirmant ainsi l'importance de l'ESG comme facteur de performance et de gestion des risques pour les investisseurs, les dirigeants et les régulateurs.

Dans la même perspective, Qureshi et al. (2024) ont étudié l'impact de la divulgation de la durabilité (ESG) et de la diversité de genre au sein des conseils d'administration sur la valeur des entreprises européennes cotées. Ils ont conclu que la divulgation ESG ainsi que la représentation féminine au sein des conseils sont positivement associées à la valeur de l'entreprise, suggérant que de meilleures pratiques de gouvernance et une confiance accrue des parties prenantes améliorent la performance des firmes.

De même, Mohammad & Wasiuzzaman (2021) ont examiné l'effet de la divulgation ESG sur la performance des entreprises, en tenant compte du rôle modérateur de l'avantage concurrentiel à partir d'un échantillon d'entreprises cotées en Malaisie. Ils ont conclu que la divulgation ESG améliore significativement la performance des firmes, même en contrôlant l'avantage concurrentiel, avec un effet positif et robuste indiquant qu'une augmentation de la divulgation ESG est associée à une amélioration de la performance.

Par ailleurs, l'étude de Krueger et al. (2021) s'est intéressée à la relation entre les divergences de notation ESG et les rendements boursiers et a conclu que ces divergences sont positivement associées aux rendements des actions, suggérant l'existence d'une prime de risque pour les entreprises présentant une forte dispersion des scores ESG, principalement liée à la dimension environnementale.

Dans le même ordre d'idées, les travaux de Wong et al. (2021) ont examiné l'impact de l'intégration des critères ESG dans les pratiques d'investissement en Australie sur les performances ajustées du risque des portefeuilles. Ils ont conclu que cette intégration n'affecte pas négativement les rendements et que les portefeuilles à forte notation ESG affichent de meilleures performances, une meilleure diversification et un risque plus faible que les portefeuilles à faible notation ESG.

Enfin, les travaux de Abdi et al. (2022) ont analysé l'impact de la performance ESG sur la valeur et la rentabilité des entreprises. Les résultats montrent que le score ESG global est positivement et significativement associé à la valeur de l'entreprise, tandis que la dimension sociale et celle de gouvernance exercent également un effet positif, contrairement à la dimension

environnementale non significative. Par ailleurs, l'ensemble des dimensions ESG est positivement lié à la rentabilité. Globalement, ces résultats indiquent que la performance ESG contribue à améliorer la performance financière des entreprises.

Des études antérieures mettent en évidence que la publication d'informations ESG réduit le coût du capital. Dans cette optique, les travaux de Eichholtz et al. (2019) ont examiné la relation entre la performance environnementale des entreprises et leur coût du capital dans le secteur immobilier, en utilisant des données sur les prêts hypothécaires et les obligations des sociétés immobilières. Ils ont conclu que les actifs et entreprises présentant une meilleure performance environnementale bénéficient de spreads de financement plus faibles, indiquant que le risque environnemental est intégré de manière efficiente dans la tarification du marché de la dette. En outre, la divulgation ESG réduit également le risque de financement.

Ainsi, les travaux de Atif & Ali (2021) ont examiné la relation entre la divulgation ESG et le risque de défaut des entreprises non financières aux États-Unis. Ils ont conclu que la divulgation ESG est associée à un risque de défaut plus faible, comme l'indiquent une augmentation de la distance au défaut et une réduction des spreads des CDS. Ces effets s'expliquent notamment par une meilleure rentabilité, une moindre volatilité des performances et un coût de la dette plus faible, avec un impact plus marqué pour les entreprises matures.

De la même façon, les travaux de Junius et al. (2020) ont examiné l'effet de la performance ESG sur le risque financier des entreprises du secteur pétrolier et gazier à l'échelle internationale. Ils ont conclu que la performance ESG est associée négativement au risque total, indiquant que les entreprises ayant de meilleures pratiques ESG présentent un risque financier plus faible. Les résultats montrent également que la diversité de genre au sein des conseils d'administration réduit le risque, tandis que les controverses ESG et une faible représentation féminine renforcent la relation entre ESG et risque financier.

Néanmoins, certaines études ont indiqué l'absence d'effet positif dans cette relation. C'est notamment le cas des travaux de Shakil, M. H. (2021), qui ont examiné l'impact de la performance ESG sur la performance financière et la valeur de marché des entreprises cotées dans plusieurs pays de l'ASEAN. Ils ont conclu que le score ESG n'a pas d'effet significatif sur la performance des entreprises ni sur leur valeur de marché, suggérant que l'ESG n'est pas encore pleinement intégré dans les mécanismes d'évaluation de la performance dans ces marchés émergents.

Dans un contexte d'asymétrie informationnelle, les entreprises marocaines cotées peuvent obtenir l'adhésion de leurs parties prenantes grâce à une communication ESG de qualité.

Du côté de la demande, les consommateurs, notamment les jeunes générations urbaines, se tournent progressivement vers des produits et services à label environnemental ou social (Young et al., 2010).

Quant aux investisseurs institutionnels, ils restent attentifs aux politiques publiques, aux attentes sociales et aux enjeux de durabilité, et sont susceptibles de sanctionner les entreprises privilégiant des gains à court terme au détriment des critères ESG (Shakil, 2021).

La divulgation ESG joue ainsi un rôle essentiel dans la réduction de l'asymétrie d'information entre les entreprises cotées et leurs parties prenantes. Les entreprises qui communiquent sur leurs pratiques ESG affichent une plus grande transparence, limitent les risques perçus par les investisseurs et répondent aux attentes des profils averses au risque (Frydman & Wang, 2020), ce qui est particulièrement important dans un marché où la confiance des investisseurs reste un facteur déterminant de la dynamique boursière.

L'ensemble de ces travaux empiriques, menés dans des contextes géographiques et sectoriels variés, convergent vers un constat similaire : la divulgation ESG constitue un levier déterminant de la performance des entreprises. Elle améliore les indicateurs financiers et la valeur de marché, réduit le coût du capital et les spreads de financement, diminue le risque de financement et le risque de défaut des entreprises, et contribue à atténuer l'asymétrie d'information entre les entreprises et leurs parties prenantes en renforçant la transparence et la confiance des investisseurs.

Toutefois, force est de constater que ces études ont été majoritairement conduites dans des contextes développés ou dans certains marchés émergents asiatiques, européens ou nord-américains, sans que le cas spécifique des entreprises marocaines cotées n'ait fait l'objet d'une attention particulière.

Cette lacune dans la littérature est d'autant plus regrettable que le marché boursier marocain présente des caractéristiques institutionnelles, réglementaires et structurelles distinctes, susceptibles d'influencer différemment la relation entre divulgation ESG et performance financière.

C'est pour cette raison que nous proposons de tester cette relation dans le contexte marocain, en nous concentrant sur les entreprises cotées à la Bourse de Casablanca. Ainsi, notre hypothèse de recherche est la suivante :

H2 : La divulgation ESG exercerait un effet positif sur la performance financière des entreprises cotées à la Bourse de Casablanca.

1.3. Valeur actionnariale et performance financière

Au-delà de son effet direct sur la divulgation ESG, la création de valeur actionnariale est susceptible d'exercer à son tour une influence sur la performance financière des entreprises. Sur le plan théorique, cette relation peut être justifiée par la théorie de la signalisation : une valorisation boursière élevée, traduite par un Q de Tobin supérieur à l'unité, signale aux marchés financiers la qualité des actifs intangibles et des perspectives de croissance de l'entreprise, ce qui facilite son accès au financement externe et réduit son coût du capital (Cornell, 2021).

Cette réduction du coût de financement permettrait ensuite à l'entreprise de soutenir davantage d'investissements productifs et d'améliorer sa rentabilité opérationnelle subséquente. Cependant, force est de constater que la littérature empirique existante établit majoritairement la relation dans le sens inverse, à savoir que c'est la performance financière (mesurée par le ROA ou le ROE) qui détermine la valeur de marché de l'entreprise, et non l'inverse.

Ce constat invite à considérer la relation entre création de valeur actionnariale et performance financière comme une hypothèse encore peu consensuelle et insuffisamment explorée dans le sens proposé, justifiant ainsi sa vérification empirique dans le cadre de la présente recherche, notamment dans le contexte spécifique des entreprises marocaines cotées.

H3 : La création de valeur actionnariale améliorerait la performance financière.

2. Méthodologie de la recherche

Nous présentons dans ce qui suit la méthodologie de recherche que nous avons suivi pour élaborer nos résultats de l'étude. Cette étude adopte une approche positiviste, avec un raisonnement hypothético-déductif et une démarche quantitative. Nous partons du principe que la publication d'informations ESG et la valeur de l'entreprise constituent des réalités objectives et mesurables, indépendantes du chercheur, et que la connaissance de celles-ci doit se construire par le biais d'une vérification empirique d'hypothèses falsifiables. En nous appuyant sur la théorie des parties prenantes, la théorie de l'agence et la théorie du signal, nous formulons des hypothèses sur l'orientation et la nature de la relation entre les critères ESG et la valeur, puis nous les testons statistiquement à partir de données de panel d'entreprises cotées à la Bourse de Casablanca.

2.1. Échantillon

L'échantillon de l'étude porte sur un total de 40 entreprises non financières cotées à la bourse de Casablanca. La Bourse indique environ 80 entreprises cotées actuellement, mais le nombre des entreprises prises en compte est réduit à 40, après un processus de filtration basé sur les critères d'exclusion suivantes :

- Exclure les banques, assurances et sociétés financières, dans la mesure où leurs règles comptables et prudentielles sont différentes ;
- Exclure les sociétés récemment introduites en bourse ;
- Exclure les sociétés dont les données ESG sont incomplètes.

Nos données sont de type secondaire et sont obtenues via les rapports financiers et les rapports ESG de toutes les entreprises. Concernant la période de l'étude, elle est de cinq ans étalés entre 2020 et 2024. Cette période est particulièrement pertinente pour notre étude, car elle est récente et correspond au renforcement du reporting ESG au Maroc, notamment à travers la circulaire AMMC n°03/19, relative aux informations financières et extra-financières des émetteurs, introduite en 2019.

Concernant l'approche méthodologique, le choix est étayé sur une étude quantitative sous forme de données de panel plutôt qu'une méthode qualitative qui ne permettrait pas de quantifier les effets réels et de donner une précision améliorée qu'une analyse économétrique.

2.2. Variables

Concernant les variables de l'étude, nous présentons dans ce qui suit chacun de nos variables, avec sa méthode de mesure :

2.2.1 Variable indépendante

Comme nous avons choisi de mesurer l'impact de la divulgation de l'information ESG sur à la fois, la performance financière et la création de valeur actionnariale, cette variable a été choisie comme variable indépendante de l'étude.

Pour la mesurer nous avons établi un indice ESG basé sur les trois paramètres : Environnement, Social et Gouvernance. Les critères ESG ont été établis en se basant sur deux méthodes : Tout d'abord, nous avons mené une lecture exhaustive des articles et des rapports qui examinent ces trois critères, puis nous avons distingué à partir des rapports ESG des 40 entreprises retenus, les différents critères qui se répètent avec une fréquence élevée. Ces deux méthodes nous ont permis d'identifier des informations ESG réellement disponibles dans les rapports des entreprises cotées et adaptées au contexte marocain et enfin nous avons eu un modèle cohérent avec la littérature académique et avec la réalité pratiquante.

La grille finale est présentée dans le tableau suivant :

Tableau N°1: La grille ESG

ENVIRONMENTAL	Les items	SOCIAL	Les items	GOVERNANCE	Les items
E1	Politique environnementale publiée	S1	Formation des employés divulguée	G1	Informations sur la gouvernance du conseil d'administration
E2	Informations sur la consommation et l'efficacité énergétique	S2	Pratiques de santé et de sécurité	G2	Comité d'audit divulgué et communiqué
E3	Pratiques de gestion ou de recyclage des déchets	S3	Pratiques de diversité ou d'inclusion	G3	Pratiques de gestion des risques
E4	Informations relatives au climat, au carbone et aux émissions	S4	Engagement communautaire et social	G4	Politique de transparence et d'éthique
E5	Initiatives durables ou écologiques publiées	S5	Bien-être des employés et développement des ressources humaines	G5	Structure de gouvernance ESG ou de durabilité

Source : établi par les auteurs

Le score global est mesuré comme suit :

$$ESG_{it} = \frac{\text{Nombre d'items ESG divulgués}}{\text{Nombre total d'items ESG retenus}}$$

Le score est compris entre 0 et 1.

2.2.1 Variables dépendantes

Comme variables dépendantes, nous avons retenu les deux variables suivantes :

- **Création de valeur actionnariale**

Nous avons choisi de mesurer la création de valeur actionnariale par l'indice Tobin's Q, il est très utilisé dans la littérature ESG (Wong et al., 2021 ; Hamdouni, A. 2025). En effet, il permet de refléter mieux la valorisation du marché, les anticipations des investisseurs et la création de valeur future. Il est mesuré comme suit :

$$\text{Tobin's Q} = \frac{\text{Capitalisation} + \text{Valeur des dettes}}{\text{Actif total}}$$

- **Performance financière**

Nous avons retenu pour la mesure de la performance financière des entreprises, la variable ROA qui représente la rentabilité de l'entreprise par rapport au total des actifs. Le ROA constitue un indicateur de performance financière qui mesure la rentabilité des actifs de l'entreprise. Il traduit l'efficacité avec laquelle les ressources économiques sont allouées et exploitées afin de soutenir la création de valeur et l'obtention d'un avantage concurrentiel durable (Hull et Rothenberg, 2008). Le ROA est calculé comme suit :

$$\text{ROA} = \frac{\text{Résultat net}}{\text{Actif total}}$$

2.2.2 Variables de contrôle

En ce qui concerne les variables de contrôle, nous nous référons à Bistrova and Lace (2012) pour inclure dans notre modèle, les variables de contrôle les plus courantes, à savoir la taille de l'entreprise, l'endettement et l'âge.

- **La taille de l'entreprise :**

Elle permet de déterminer si les grandes entreprises qui bénéficient de plus de ressources, de visibilité et de pression ESG peuvent apporter un impact significatif. Elle est mesurée par le logarithme naturel de l'actif total.

- **L'endettement**

Il permet d'évaluer si les entreprises très endettées, et qui présentent généralement un risque élevé, peuvent influencer naturellement la divulgation ESG. Il est mesuré par :

$$\text{Dettes} = \frac{\text{Dettes financières total}}{\text{Valeur comptable des actifs}}$$

- **L'âge des entreprises**

Il vise à vérifier si les entreprises anciennes, qui présentent plus de stabilités, d'expérience et qui ont une meilleure réputation, peuvent impacter la divulgation d'information, la performance financière et la création de valeur. Il est mesuré par :

$$Age = l'année de l'étude - l'année de l'introduction en bourse$$

2.1. Méthode économétrique

Avant d'effectuer une analyse économétrique en utilisant les données de panel, une statistique descriptive de nos variables a été effectuée, pour avoir une idée générale sur la nature et la qualité de nos données.

Et pour répondre à nos hypothèses qui misent en évidence les relations de causalité entre les différentes variables, une analyse de corrélation en utilisant le coefficient de Pearson a été effectué. Cette dernière relie les variables de l'études afin de déterminer les corrélations et les causalités potentielles.

L'analyse est effectuée sur un échantillon de 40 sociétés non financières cotées à la bourse de Casablanca pour la période 2020-2024. L'analyse par données de panel a été choisie afin de prendre en compte simultanément les dimensions transversale et chronologique, améliorant ainsi l'efficacité et la fiabilité des estimations similaires (Broadstock et al., 2021 ; Ertz et al., 2021 ; Chouaibi et al. 2021).

L'analyse empirique a été menée en plusieurs étapes. Tout d'abord, des régressions par la méthode des moindres carrés ordinaires regroupés (Pooled OLS) ont été estimées afin d'obtenir des résultats préliminaires. Ensuite, des modèles à effets fixes (FEM) et des modèles à effets aléatoires (REM) ont été utilisés pour tenir compte de l'hétérogénéité non observée propre à chaque entreprise. Afin de déterminer la spécification la plus appropriée, le test de Hausman a été réalisé pour évaluer si les effets individuels étaient corrélés avec les variables explicatives. Sur la base des résultats du test, le modèle privilégié a été sélectionné pour l'interprétation. De plus, des tests diagnostiques ont été effectués, notamment le facteur d'inflation de variance (VIF) pour évaluer la multicolinéarité et le test de Breusch-Pagan pour détecter l'hétéroscédasticité. Enfin, des erreurs-types robustes et cohérentes avec l'hétéroscédasticité ont été appliquées afin de garantir la fiabilité et la robustesse des coefficients estimés.

Ce cadre méthodologique fournit une base rigoureuse pour évaluer l'impact de la publication d'informations ESG sur la création de valeur pour les actionnaires et la performance financière dans le contexte marocain.

Suivant cela, nous examinons les trois modèles suivants, selon les hypothèses formulées au cours de cette étude :

Modèle 1 : Étant donné que la création de valeur pour les actionnaires est mesurée par le Tobin'Q le modèle est le suivant :

$$Tobin'Q_{it} = \alpha + \beta_1 ESG_{it} + \beta_2 Taille_{it} + \beta_3 Dettes_{it} + \beta_4 Age_{it} + \beta_5 Secteur_{it} + \varepsilon_{it}$$

Modèle 2 : La performance financière est mesurée par le ROA, le modèle est le suivant :

$$ROA_{it} = \alpha + \beta_1 ESG_{it} + \beta_2 Taille_{it} + \beta_3 Dettes_{it} + \beta_4 Age_{it} + \beta_5 Secteur_{it} + \varepsilon_{it}$$

Modèle 3 : Il sert à vérifier si La création de valeur pour les actionnaires améliore la performance financière

$$ROA_{it} = \alpha + \beta_1 TobinQ_{it} + \beta_2 Taille_{it} + \beta_3 Dettes_{it} + \beta_4 Age_{it} + \beta_5 Secteur_{it} + \varepsilon_{it}$$

3. Résultats de l'étude

L'étude est portée sur un échantillon total de 40 entreprises non financières coté à la bourse de Casablanca. La durée d'étude est de 5ans étalée de 2020 à 2024. Le nombre des observations est de 200.

3.1. Statistiques descriptives

Les statistiques descriptives des variables de l'étude sont présentées dans le tableau 2.

Le score moyen de divulgation ESG est de 0,869, ce qui indique que les entreprises marocaines cotées en bourse de Casablanca divulguent une proportion relativement élevée d'informations liées à l'ESG. Le score ESG varie entre 0 et 1, ce qui suggère des différences substantielles dans les pratiques de divulgation d'une entreprise à l'autre.

La moyenne du Tobin's Q est de 1,447, avec des valeurs allant de 0,09 à 5,95, ce qui indique une variation considérable de la création de valeur pour les actionnaires parmi les entreprises de l'échantillon. Étant donné que le Tobin's Q moyen est supérieur à un, le marché valorise généralement les entreprises au-dessus de leur valeur comptable.

En ce qui concerne la performance financière, le ROA moyen est de 3,6 %, bien que certaines entreprises ont révélé une rentabilité négative au cours de la période étudiée. La taille des entreprises présente des variations importantes, tandis que le ratio d'endettement moyen est de 18,2 %, ce qui reflète des niveaux d'endettement modérés parmi les sociétés cotées marocaines. L'âge moyen des entreprises est de 21 ans, ce qui suggère que l'échantillon comprend à la fois des entreprises matures et des entreprises relativement jeunes.

Tableau N°2: Statistiques descriptives des variables de l'étude

Variable	Observation	Moyenne	Écart-type	Minimum	Maximum
Score ESG	200	0,869	0,192	0,000	1,000
Tobin's Q	200	1,447	1,085	0,090	5,948
ROA	200	0,036	0,078	-0,583	0,242
Taille	200	21,188	1,699	17,021	27,767
Dette	200	0,182	0,215	0,000	1,497
Âge	200	21,100	16,558	0,000	81,000

Source : établi par les auteurs

3.2. Analyse de la corrélation

Dans le tableau 3 nous présentons le résultat du coefficient de corrélation de Pearson. Les résultats révèlent une faible corrélation négative entre la divulgation ESG et le Tobin's Q (-0,040), tandis que la divulgation ESG est positivement associée au ROA (0,123). Les coefficients de corrélation restent relativement faibles, ce qui suggère l'absence de problèmes sérieux de multicolinéarité.

De plus, le Tobin's Q est positivement corrélé au ROA (0,535), ce qui indique que les entreprises affichant de meilleures performances financières ont tendance à bénéficier d'une valorisation boursière plus élevée. La matrice de corrélation montre également qu'aucunes des variables explicatives ne présentent de coefficients de corrélation excessivement élevés, ce qui confirme la pertinence de l'ensemble de données pour l'analyse de régression par panel.

Tableau N°3: Matrice de corrélation

	ESGScore	TobinQ	ROA	Size	Debt	Age
ESGScore	1	-0,039	0,122	0,340	0,095	0,165
TobinQ	-0,039	1	0,534	0,151	0,166	0,293
ROA	0,122	0,534	1	0,210	0,176	0,200
Size	0,340	0,151	0,210	1	0,050	0,019
Debt	0,094	0,166	0,176	0,050	1	0,176
Age	0,165	0,293	0,200	0,019	0,176	1

Source : établi par les auteurs

3.3. Résultats économétriques

3.3.1 Modèle 1 : TobinQ (valeur actionnariale)

Le tableau 4 présente les résultats de la régression en panel examinant l'impact de la divulgation ESG sur la création de valeur pour les actionnaires, mesurée par le Tobin'Q.

Tableau N°4: Résultats du modèle à effets fixes (variable dépendante : Tobin's Q)

Variable	Coefficient	Erreur standard robuste	P-value
ESG Score	-0,940	0,680	0,169
Taille (Size)	-0,060	0,040	0,141
Dette (Debt)	0,058	0,304	0,848
Âge (Age)	-0,104	0,020	0,000***

*Significatif au seuil de 1 % ($p < 0,01$).

Source : établi par les auteurs

Le test de Hausman a donné un χ^2 de 36,63 et un P-value de : $p < 0,001$, ce qui veut le modèle à effet fixe (FE) est préféré au modèle à effets aléatoire.

Les résultats montrent que la divulgation ESG présente un coefficient négatif ($\beta = -0,940$), mais que la relation n'est pas statistiquement significative ($p = 0,169$). Par conséquent, les résultats ne corroborent pas l'hypothèse selon laquelle la divulgation ESG favorise la création de valeur pour les actionnaires parmi les sociétés cotées marocaines.

Parmi les variables de contrôle, l'âge de l'entreprise présente un effet négatif significatif sur la valeur Tobin'Q ($\beta = -0,104$, $p < 0,01$), ce qui suggère que les entreprises plus jeunes ont tendance à bénéficier d'une valorisation boursière plus élevée. La taille de l'entreprise et l'endettement ne semblent pas influencer de manière significative la création de valeur pour les actionnaires.

Ces résultats suggèrent que le marché boursier marocain n'intègre peut-être pas encore pleinement la divulgation ESG dans l'évaluation des entreprises, probablement en raison de l'adoption relativement récente des pratiques de reporting ESG.

Ainsi, le modèle explique environ 27,3 % (R^2 within = 0,273) de la variation de la valeur de marché des entreprises (Tobin's Q) au sein des entreprises au cours du temps.

3.3.2 Modèle 2 : ROA (Return on Assets)

Le tableau 5 présente l'impact de la divulgation ESG sur la performance financière mesurée par le ROA.

Tableau N°5: Résultats du modèle à effets fixes (variable dépendante : ROA).

Variable	Coefficient	Erreur standard robuste	P-value
ESG Score	0,052	0,036	0,149
Taille (Size)	-0,006	0,003	0,057
Dette (Debt)	-0,005	0,029	0,862
Âge (Age)	0,001	0,003	0,674

Source : établi par les auteurs

Dans ce deuxième modèle, le test de Hausman a donné une valeur χ^2 négative, par conséquence les hypothèses du modèle à effets aléatoires sont violées. Le modèle à effets fixes (FE) est donc retenu pour l'interprétation.

En ce qui concerne les variables de contrôle, aucune variable n'est statistiquement significative au seuil de 5 %. La variable taille présente toutefois une significativité marginale au seuil de 10 % ($p = 0,057$) sur le ROA. La variable dette ($p = 0,862$) présente un effet négatif mais non significative alors que la variable âge ($p = 0,674$) présente un effet positif et non significatif sur la rentabilité.

Le coefficient de la divulgation ESG est positif ($\beta = 0,052$), ce qui indique que les entreprises ayant un niveau de divulgation ESG plus élevé ont tendance à afficher de meilleures performances financières. Cependant, cette relation n'est pas statistiquement significative ($p = 0,149$). Par conséquent, les résultats ne fournissent pas de preuves suffisantes pour confirmer que la divulgation ESG améliore directement les performances financières.

Ainsi, le modèle n'explique que 1,8 % ($\text{Within } R^2 = 0,018$) des variations du ROA, ce qui indique un très faible pouvoir explicatif.

Dans l'ensemble, les résultats suggèrent que, bien que la publication d'informations ESG puisse contribuer positivement à la performance des entreprises, son impact reste limité dans le contexte marocain.

3.3.3 Modèle 3 : Tobin's Q et ROA

Le tableau 6 présente l'impact de la création de valeur actionnariale (Tobin's Q) sur la performance financière (ROA)

Tableau N°6: Résultats du Modèle 3

Variables	Pooled OLS	Effets Fixes (FE)	Effets Aléatoires (RE)
Constante	-0,152* (0,059)	0,110+ (0,056)	-0,137 (0,084)
Tobin's Q	0,035** (0,006)	-0,005 (0,009)	0,025** (0,008)
Taille (Size)	0,006* (0,003)	-0,005 (0,003)	0,006 (0,004)
Dettes (Debt)	0,030+ (0,016)	-0,007 (0,029)	0,014 (0,021)
Âge (Age)	0,000 (0,000)	0,002 (0,003)	0,001 (0,000)
R ²	0,311	0,007	0,125

+ p < 0,10 ; * p < 0,05 ; ** p < 0,01 ; *** p < 0,001.

Source : établi par les auteurs

Dans ce deuxième modèle, le test de Hausman a donné une valeur χ^2 positive ($\chi^2 = 556,58$; p < 0,001), alors les hypothèses du modèle à effets aléatoires sont refusées. Le modèle à effets fixes (FE) est donc retenu pour l'interprétation.

Les résultats des modèles Pooled OLS et à effets aléatoires montrent une relation positive et statistiquement significative entre la création de valeur actionnariale (Tobin's Q) et la performance financière (ROA). Toutefois, lorsque l'hétérogénéité individuelle des entreprises est contrôlée à travers le modèle à effets fixes, cette relation devient non significative ($\beta = -0,005$; p = 0,614). Le test de Hausman confirme la priorité du modèle à effets fixes. Ainsi, l'association positive observée dans les modèles Pooled OLS et RE semble résulter des caractéristiques spécifiques et inobservables des entreprises plutôt que d'un effet causal de la création de valeur actionnariale sur la performance financière. Par conséquent, l'hypothèse H3 n'est pas validée dans le modèle à effets fixes.

3.4. Résultats des tests diagnostiques

3.4.1 Multicolinéarité (VIF)

Pour tester le problème de multicolinéarité nous avons utilisé Variance Inflation Factor (VIF), que nous présentons ses résultats dans le tableau 7 suivant :

Tableau N°7: Résultat de test de Variance Inflation Factor (VIF)

Variables	VIF	Tolérance (1/VIF)	Interprétation
Score ESG	1,17	0,856	Aucun problème
Taille	1,13	0,882	Aucun problème
Dettes	1,04	0,964	Aucun problème
Age	1,06	0,945	Aucun problème

Source : établi par les auteurs

Pour les trois modèles, aucun problème de colinéarité entre les variables explicatives n'a été exposé. Toutes les variables présentaient des valeurs VIF inférieures à 5.

3.4.2 Hétéroscédasticité (Breusch-Pagan)

Nous avons ajouté également un autre test de Breusch-Pagan (Breusch & Pagan, 1979) pour vérifier l'Hétéroscédasticité. Il a été réalisé sur les résidus du modèle Pooled OLS de chaque modèle estimé.

Tableau N°8: Résultat de test de Breusch-Pagan

Modèle	Statistique de Breusch-Pagan	P-value	Interprétation
Modèle 1 : Tobin'Q	15,17	0,004	Hétéroscédasticité présente
Modèle 2 : ROA	2,66	0,616	Homoscédasticité
Modèle 3 : ROA	2,33	0,676	Homoscédasticité

Source : établi par les auteurs

Le test a révélé une hétéroscédasticité significative dans le premier modèle, tandis que les autres modèles n'ont pas rejeté l'hypothèse nulle d'homoscédasticité. Afin de garantir la fiabilité des inférences pour toutes les spécifications, des erreurs-types robustes cohérentes avec l'hétéroscédasticité (White, 1980) ont été utilisées dans tous les modèles, atténuant ainsi le biais potentiel dans les erreurs-types estimées et garantissant la validité des tests d'hypothèse.

4. Discussion

Nous discutons dans ce qui suit les résultats obtenus pour chaque hypothèse de l'étude :

Tableau N°9: Vérification des hypothèses de l'étude

	Les hypothèses	Résultat
H1	La publication d'informations ESG a une influence positive sur la création de valeur pour les actionnaires.	Infirmé
H2	La publication d'informations ESG a une incidence positive sur les résultats financiers.	Infirmé
H3	La création de valeur pour les actionnaires a une incidence positive sur les résultats financiers.	Infirmé

Source : établi par les auteurs

Les résultats de la première hypothèse, la publication d'informations ESG a une influence positive sur la création de valeur pour les actionnaires, suggèrent que le score ESG n'a pas d'impact statistiquement significatif sur la valeur de marché des entreprises mesurée par le

Tobin's Q. En revanche, l'âge des entreprises cotées exerce un effet négatif et significatif sur le Tobin's Q, ce qui veut dire que les entreprises plus âgées ont un Tobin's Q plus faible.

Ce constat confirme les résultats d'un nombre croissant de travaux remettant en question l'effet positif de la publication d'informations ESG sur la création de valeur notamment dans les marchés émergents. Garcia et al. (2017), dans une étude portant sur les entreprises brésiliennes cotées en bourse, ont constaté que les pratiques environnementales et sociales étaient négativement associées à la valeur de marché, ce qui suggère que les investissements ESG pourraient être considérés par les investisseurs comme des charges coûteuses plutôt que comme des activités créatrices de valeur dans les économies émergentes. De même, Duque-Grisales et Aguilera-Caracuel (2021) ont fait état d'une relation négative entre les scores ESG et la performance financière des multinationales issues des marchés émergents, attribuant cela aux coûts de conformité supplémentaires et à l'absence de cadres d'évaluation ESG matures.

Nos résultats concordent également avec l'« *hypothèse du surinvestissement* » proposée par Barnea et Rubin (2010), selon laquelle les dirigeants pourraient surinvestir dans les critères ESG afin d'améliorer leur réputation personnelle au détriment des actionnaires, détruisant ainsi la valeur de l'entreprise. Cela corrobore notre constat d'un coefficient systématiquement négatif. En revanche, les études menées sur les marchés développés, telles que la méta-analyse de Friede, Busch et Bassen (2015), qui a révélé qu'environ 90 % des études font état d'une relation non négative entre l'ESG et la performance, tendent à soutenir l'hypothèse H1. Cependant, le contexte marocain, caractérisé par une pression institutionnelle moindre en matière de divulgation ESG et une base d'investisseurs moins avertie, pourrait expliquer cette divergence par rapport à ces résultats. Fatemi, Glaum et Kaiser (2018) ont démontré que la valorisation par le marché des activités ESG dépend de la qualité de la divulgation et du contexte institutionnel, ce qui contextualise davantage nos résultats.

Pour la deuxième hypothèse, la publication d'informations ESG a une influence positive sur la performance financière, les résultats indiquent que dans le modèle à effets fixes, le coefficient de l'ESG Score sur le ROA est positif mais statistiquement non significatif ($\beta = 0,052$, $p = 0,149$). L'hypothèse H2 est également rejetée dans toutes les spécifications.

Ce constat apporte une contribution au débat actuel dans la littérature consacrée à la relation entre les critères ESG et la performance. D'une part, nos résultats contredisent les travaux fondateurs de Waddock et Graves (1997), qui avaient mis en évidence une corrélation positive entre la performance sociale des entreprises et la rentabilité comptable sur un large échantillon américain, venant ainsi étayer la théorie de la « *bonne gestion* ». Orlitzky, Schmidt et Rynes (2003), dans leur méta-analyse influente portant sur 52 études, ont également conclu que la

performance sociale des entreprises est positivement corrélée à la performance financière, en particulier aux mesures comptables.

Cependant, nos conclusions s'alignent davantage sur celles de McWilliams et Siegel (2000), qui ont démontré que cette relation positive disparaît une fois que les effets sectoriels sont pris en compte, ce qui suggère une spécification erronée du modèle dans les études antérieures. Plus récemment, Atan et al. (2018) ont examiné des entreprises malaisiennes et n'ont trouvé aucune relation significative entre les composantes ESG et le ROA, attribuant cela au stade naissant du reporting ESG dans les marchés émergents. Cela reflète étroitement le contexte marocain, où la divulgation ESG reste largement volontaire et manque de normalisation.

Le faible pouvoir explicatif de l'ESG Score sur le ROA pourrait également refléter la distinction théorique entre les mesures de performance fondées sur le marché et celles fondées sur la comptabilité. Comme l'ont souligné Cochran et Wood (1984), les mesures comptables telles que le ROA rendent compte de l'efficacité opérationnelle, mais ne reflètent pas nécessairement de manière immédiate les avantages à long terme des investissements ESG. Notre panel de courte durée (2020-2024) pourrait s'avérer insuffisant pour saisir les effets différés des pratiques ESG sur la performance opérationnelle, une limite reconnue par Surroca, Tribó et Waddock (2010), qui ont constaté que l'ESG affecte la performance financière de manière indirecte par le biais de ressources immatérielles.

Pour la troisième hypothèse, la création de valeur pour les actionnaires améliore la performance financière, les résultats présentent une nuance méthodologique intéressante. Le modèle à effets fixes, privilégié par le test de Hausman, révèle un coefficient statistiquement non significatif ($\beta = -0,005$, $p = 0,614$). Bien que la matrice de corrélation indique une corrélation positive entre le Q de Tobin et le ROA ($r = 0,535$), les résultats de la régression par panel suggèrent que cette association disparaît une fois que les caractéristiques propres à chaque entreprise sont prises en compte.

Ce résultat corrobore l'idée selon laquelle le TobinQ et le ROA sont conjointement déterminés par des facteurs sous-jacents communs tels que la qualité de la gouvernance d'entreprise, comme l'ont soutenu Demsetz et Villalonga (2001), qui ont démontré que la structure de propriété influence à la fois la valorisation boursière et la performance comptable.

La relation entre le TobinQ et le ROA a été largement documentée. Le TobinQ, en tant qu'indicateur prospectif du marché, reflète les attentes des investisseurs concernant les flux de trésorerie futurs et les actifs incorporels (Tobin, 1969), tandis que le ROA rend compte des performances comptables passées. La corrélation transversale positive ($r = 0,535$, $p < 0,001$ dans nos données) est conforme aux conclusions de Lang et Stulz (1994), qui ont établi que le

TobinQ servait de proxy pour la valeur des actifs incorporels au niveau de l'entreprise. Cependant, l'absence d'effet intra-entreprise dans notre spécification FE suggère que le lien de causalité entre la valorisation boursière et la performance opérationnelle est faible, corroborant le scepticisme exprimé par Bebchuk, Cohen et Ferrell (2009) concernant le lien direct entre les perceptions du marché et les résultats comptables sur les marchés non américains.

Dans l'ensemble, nos résultats contribuent à la littérature sur l'ESG dans les marchés émergents en démontrant que, malgré l'augmentation de la divulgation d'informations ESG parmi les entreprises cotées marocaines, ces pratiques ne se sont pas encore traduites par des avantages financiers ou de marché mesurable au cours de la période 2020-2024. Cela peut refléter le stade précoce de l'institutionnalisation de l'ESG au Maroc, la prédominance d'un engagement ESG motivé par la conformité plutôt que stratégique, et la nécessité d'horizons temporels plus longs pour saisir la création de valeur.

5. Conclusions

Les inquiétudes éthiques et les initiatives mondial en faveur du développement durable font progressivement changer les objectifs des entreprises, passant de la rentabilité à court terme à la création de valeur actionnariat à long terme et à une performance financière durable. Selon les données, la plus grande valeur sur les marchés boursiers repose aujourd'hui principalement sur des concepts intangibles, tels que les relations, la réputation et la fidélité des parties prenantes (Zumente, I. et Bistrova, J. (2021). L'étude des critères ESG (environnementaux, sociaux et de gouvernance) comme indicateur à la fois de création de valeur et de performance en matière de développement durable est une nécessité afin de vérifier si les entreprises les plus avancée sur les plans environnemental, social et gouvernemental sont plus performantes et créent de la valeur pour leurs actionnaires. L'objectif de cet article est d'explorer les liens entre la divulgation d'information ESG, la performance financière et création de valeur pour les actionnaires, en identifiant les facteurs clés par lesquels les critères ESG peuvent influencer ces deux indicateurs. Bien que ces deux concepts soient bien décrits séparément, la littérature académique actuelle n'offre que peu d'éclairages sur leur interdépendance.

En effet, l'étude est portée sur un échantillon de 40 sociétés non financières cotées à la bourse de Casablanca sur la période 2020-2024. Sur le plan méthodologique, cette étude a adopté une approche quantitative établie à l'aide de données de panel. Pour répondre à trois hypothèses de recherche. Les résultats révèlent que la publication d'informations ESG n'a pas d'effet statistiquement significatif sur la valeur de Tobin's Q et seule la variable de contrôle l'âge, qui présentait un effet négatif significatif sur la valeur Tobin'Q, ce qui suggère que les entreprises plus jeunes ont tendance à bénéficier d'une valorisation boursière plus élevée. Notre étude a rejeté alors notre première hypothèse.

La deuxième hypothèse a été également rejeté étant donné qu'aucun effet significatif n'a été détecté entre la divulgation d'information ESG et la performance financière des entreprises mesurée par ROA. Si les coefficients estimés sont globalement conformes aux attentes théoriques, les données ne corroborent pas l'existence d'une relation forte entre les critères ESG et la performance sur le marché marocain.

Nous avons examiné également si la création de valeur pour les actionnaires améliore-elle la performance financière, les résultats présentaient une relation non significative entre TobinQ et le ROA. Par conséquent notre troisième hypothèse a été aussi rejeté.

Ces résultats indiquent que la publication d'informations ESG n'a pas d'incidence significative sur la création de valeur pour les actionnaires ni sur les performances financières des sociétés cotées marocaines. Ces conclusions diffèrent de ceux de plusieurs études menées sur les

marchés développés, où la publication d'informations ESG est souvent associée à une amélioration de la valorisation boursière et de la rentabilité.

Cela peut être expliqué par le fait que le reporting ESG reste relativement récent au Maroc et n'est peut-être pas encore pleinement intégré dans les processus décisionnels des investisseurs. De plus, la qualité et la comparabilité des informations ESG divulguées par les entreprises peuvent varier considérablement, ce qui limite leur utilité pour les parties prenantes. Néanmoins, les signes positifs des coefficients ESG suggèrent que cette relation pourrait se renforcer à mesure que les pratiques ESG continuent de mûrir et que les cadres réglementaires évoluent. Nos conclusions ne rejettent jamais le rôle des facteurs ESG mais plutôt elles suggèrent que la communication d'informations ESG, lorsqu'elle est stratégiquement intégrée et soutenue par les entreprises, peut arriver à générer de la valeur et améliorer le rendement. Ceci renforce la nécessité de disposer d'un cadre ESG adaptés au contexte et conformes aux meilleures pratiques internationales.

La principale contribution de cette étude réside dans l'élaboration des facteurs clés reliant la divulgation d'information ESG à la fois à la performance et à la valeur actionnariale, permettant ainsi de mettre en lumière les leviers potentiels à améliorer pour profiter en mieux des avantages que présente la divulgation d'information ESG. Cette recherche est récente vu qu'elle identifie les enjeux que les entreprises doivent développer en intégrant la perspective du développement durable à leurs missions et d'améliorer encore plus la qualité des informations ESG divulguées afin de répondre à la tendance mondiale en la matière.

Ces résultats viennent enrichir la littérature croissante sur la publication d'informations ESG dans les marchés émergents et fournissent des informations utiles aux dirigeants, aux investisseurs et aux décideurs politiques qui cherchent à promouvoir des pratiques d'entreprise durables.

Comme toutes recherches, cette étude présente des lacunes qui font l'objet de perspectives pour les recherches futures. Notre étude a été réalisée pour une période de 5 ans, il serait utile d'examiner des périodes plus longues afin de cerner les liens dans des contextes différents. En plus l'étude s'est limitée seulement à trois variables de contrôle, ce qui peut ne pas saisir toute la complexité des facteurs contextuels influençant les différentes relations, il sera intéressant d'ajouter d'autres variables plus captivantes et rarement étudiées, notamment dans le contexte des marchés émergents. Le score ESG adopté dans cette étude est réduit à 15 items, nous proposons d'ajouter d'autres critères ESG afin de mieux comprendre le rôle des pratiques de durabilité dans la création de valeur et la performance des entreprises.

BIBLIOGRAPHIE

- Abdelati El Arfaoui, Nouredine Marchoud. (2024). L'impact de la responsabilité sociale sur la performance financière des entreprises : une revue de la littérature systématique. *International Journal of Accounting, Finance, Auditing, Management and Economics*.
- Abdi, Y., Li, X., & Càmara-Turull, X. (2022). Exploring the impact of sustainability (ESG) disclosure on firm value and financial performance (FP) in airline industry: the moderating role of size and age. *Environment, Development and Sustainability*, 24(4), 5052-5079.
- Atif, M., & Ali, S. (2021). Environmental, social and governance disclosure and default risk. *Business Strategy and the Environment*, 30(8), 3937-3959.
- Desai, R. (2024). Nexus between mandatory ESG disclosure regulation and abnormal stock returns: a study of an emerging economy. *International Journal of Law and Management*, 66(2), 236-258.
- Eichholtz, P., Holtermans, R., Kok, N., & Yönder, E. (2019). Environmental performance and the cost of debt: Evidence from commercial mortgages and REIT bonds. *Journal of Banking & Finance*, 102, 19-32.
- Fathihani, F., Santoso, N., Sulistiyowati, R., & Veronica, M. (2025). ESG disclosure and financial performance: The moderating role of firm size in Indonesian banking sector. *Shirkah: Journal of Economics and Business*, 10(3), 331-348.
- Freeman, R. E., & McVea, J. (2005). A stakeholder approach to strategic management. *The Blackwell handbook of strategic management*, 183-201.
- Freeman, R. E., & McVea, J. (2005). A stakeholder approach to strategic management. *The Blackwell handbook of strategic management*, 183-201.
- Freeman, R. E., Harrison, J. S., Wicks, A. C., Parmar, B. L., & De Colle, S. (2010). Stakeholder theory: The state of the art.
- Friedman, M. (2007). The social responsibility of business is to increase its profits. In *Corporate ethics and corporate governance* (pp. 173-178). Berlin, Heidelberg: springer berlin heidelberg.
- Frydman, C., & Wang, B. (2020). The impact of salience on investor behavior: Evidence from a natural experiment. *The Journal of Finance*, 75(1), 229-276.
- Gibson Brandon, R., Krueger, P., & Schmidt, P. S. (2021). ESG rating disagreement and stock returns. *Financial analysts journal*, 77(4), 104-127.
- Hamdouni, A. (2025). Value Creation Through Environmental, Social, and Governance (ESG) Disclosures. *Journal of Risk and Financial Management*, 18(8), 415.
- Hamdouni, A. (2025). Value creation through environmental, social, and governance (ESG) disclosures. *Journal of risk and financial management*, 18(8), 415.

- Junius, D., Adisurjo, A., Rijanto, Y. A., & Adelina, Y. E. (2020). The impact of ESG performance to firm performance and market value. *Jurnal Aplikasi Akuntansi*, 5(1), 21-41.
- Lee, D. D., Fan, J. H., & Wong, V. S. (2021). No more excuses! Performance of ESG-integrated portfolios in Australia. *Accounting & Finance*, 61, 2407-2450.
- Li, Q., Liu, C., & Lin, Y. E. (2026). ESG and firm value: The moderating effects of corporate transparency and institutional environment. *International Journal of Finance & Economics*, 31(2), 1582-1605.
- Meckling, W. H., & Jensen, M. C. (1976). Theory of the Firm. Managerial behavior, agency costs and ownership structure, 3(4), 305-360.
- Miralles-Quirós, M. M., Miralles-Quirós, J. L., & Redondo Hernández, J. (2019). ESG performance and shareholder value creation in the banking industry: International differences. *Sustainability*, 11(5), 1404.
- Mohammad, W. M. W., & Wasiuzzaman, S. (2021). Environmental, Social and Governance (ESG) disclosure, competitive advantage and performance of firms in Malaysia. *Cleaner Environmental Systems*, 2, 100015.
- Nekhili, M., Boukadhaba, A., Nagati, H., & Chtioui, T. (2021). ESG performance and market value: the moderating role of employee board representation. *The International Journal of Human Resource Management*, 32(14), 3061-3087.
- Niu D, Wang Z. (2024). Can ESG ratings promote green total factor productivity? Empirical evidence from Chinese listed companies. *Heliyon*. 6;10(7):e29307.
- Niu, D., & Wang, Z. (2024). Can ESG ratings promote green total factor productivity? Empirical evidence from Chinese listed companies. *Heliyon*, 10(7).
- Pan, D. (2026). The Relationship Between ESG Disclosure and Corporate Value Creation. *Journal of Sustainable Built Environment*.
- Pan, Y., Wang, H., & Liu, Z. (2026). Corporate ESG Performance, Ownership Structure and Export Intensity: Evidence From Chinese Listed Companies. *International Journal of Finance & Economics*, 31(1), 789-803.
- Qureshi, M. A., Ahsan, T., Gull, A. A., & Umar, Z. (2024). The impact of economic policy uncertainty on sustainability (ESG) performance: the role of the firm life cycle. *International Journal of Managerial Finance*, 20(4), 872-891.
- Shakil, M. H. (2021). Environmental, social and governance performance and financial risk: Moderating role of ESG controversies and board gender diversity. *Resources Policy*, 72, 102144.
- Shakil, M. H. (2021). Environmental, social and governance performance and financial risk: Moderating role of ESG controversies and board gender diversity. *Resources Policy*, 72, 102144.

- Signori, S.; San-Jose, L.; Retolaza, J.L.; Rusconi, G. (2021). Stakeholder Value Creation: Comparing ESG and Value Added in European Companies. *Sustainability*, 13, 1392.
- Smith, N. C., & Rönnegard, D. (2016). Shareholder primacy, corporate social responsibility, and the role of business schools. *Journal of Business Ethics*, 134(3), 463-478.
- Smith, N. C., & Rönnegard, D. (2016). Shareholder primacy, corporate social responsibility, and the role of business schools. *Journal of Business Ethics*, 134(3), 463-478.
- Whelan, T., Atz, U., Van Holt, T., & Clark, C. (2021). ESG and financial performance. *Uncovering the Relationship by Aggregating Evidence from*, 1(1), 2015-2020.
- Wu F, Zhu B, Tao S. (2024). Can good ESG performance of listed companies reduce abnormal stock price volatility? Mediation effects based on investor attention. *PLoS One*.
- Wu, F., Zhu, B., & Tao, S. (2024). Can good ESG performance of listed companies reduce abnormal stock price volatility? Mediation effects based on investor attention. *Plos one*, 19(9), e0307535.
- Yeye, O., & Egbunike, C. F. (2023). Environmental, social and governance (ESG) disclosure and firm value of manufacturing firms: The moderating role of profitability. *International Journal of Financial, Accounting, and Management*, 5(3), 311-322.
- Young, W., Hwang, K., McDonald, S. et Oates, C. J. (2010). Sustainable consumption: green consumer behaviour when purchasing products. *Sustainable Development*, 18(1), 20-31.
- Zhan, S. (2023). ESG and corporate performance: A review. In *SHS web of conferences* (Vol. 169, p. 01064). EDP Sciences.
- Zhan, S. (2023). ESG and corporate performance: A review. In *SHS web of conferences* (Vol. 169, p. 01064). EDP Sciences.
- Zhang, Q., & Wong, J. B. (2022). ESG reputational risks and board monitoring committees. *Finance Research Letters*, 50, 103325.
- Zhao, C., Guo, Y., Yuan, J., Wu, M., Li, D., Zhou, Y., & Kang, J. (2018). ESG and corporate financial performance: Empirical evidence from China's listed power generation companies. *Sustainability*, 10(8), 2607.
- Zumante, I.; Bistрова, J. (2021). ESG Importance for Long-Term Shareholder Value Creation: Literature vs. Practice. *J. Open Innov. Technol. Mark. Complex.* 7, 127.