

Mesure et évaluation de la rentabilité financière d'un portefeuille socialement responsable sur le marché boursier marocain

Measuring and evaluating the financial profitability of a socially responsible portfolio on the moroccan stock market

Mohamed BOITI

Doctorant en Sciences de Gestion, FSJES Ain Chock,
Université Hassan II, Casablanca, Maroc
Laboratoire **Finance, Banque et Gestion des Risques**,
boitimohamed@gmail.com

Date de soumission : 05/02/2019

Date d'acceptation : 25/02/2019

Pour citer cet article :

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

Résumé :

Au cours de la dernière décennie, le marché mondial de l'investissement socialement responsable (ISR) connaît une progression constante. Cependant, au Maroc, l'ISR tarde encore à prendre son essor. En effet, malgré les actions entreprises par le CDVM (l'actuel AMMC), Bank Al Maghrib et dernièrement la Bourse des Valeurs de Casablanca, la BVC, les investisseurs responsables manquent encore de visibilité quant à la rentabilité et à la résilience de l'ISR sur notre marché boursier.

Dans le sillage de cette dynamique, et pour apporter notre contribution à ce mouvement en participant à sa progression, il nous est apparu opportun de proposer un modèle de portefeuille ISR à la BVC en procédant empiriquement à une évaluation financière et extra-financière des sociétés cotées susceptibles d'être éligibles à cet univers d'investissement financier. Notre objectif est de mesurer et d'évaluer sa performance par rapport au marché boursier.

Mots clés : Bourse des valeurs de Casablanca, Performance financière, performance extra-financière, notation extra-financière, ISR.

Abstract :

Over the past decade, the global market for socially responsible investment (SRI) has grown steadily. However, in Morocco, the SRI is still slow to take off. Indeed, despite the actions taken by the CDVM (the current AMMC), Bank Al Maghrib and recently the Casablanca Stock Exchange, the CSE, responsible investors still lack visibility as to the profitability and resilience of the SRI on our stock market.

In the wake of this dynamic, and to contribute to this movement by participating in its growth, we found it appropriate to propose an SRI portfolio model to the CSE by conducting empirically a financial and extra-financial evaluation of listed companies likely to be eligible for this financial investment universe. Our goal is to measure and evaluate its performance relative to the stock market.

Key words : Casablanca Stock Exchange, Financial performance, extra-financial performance, extra-financial rating, SRI.

Introduction :

Depuis les années 2000, le marché mondial de l'investissement socialement responsable (ISR) connaît une progression constante même si la répartition par pays et régions reste très disparate. Selon le dernier rapport de la Global Sustainable Investment Review (2016), l'ISR mondial a atteint 22,89 Trillions de USD, contre 18,28 Trillions de USD en 2014, soit une augmentation de 25%. Auparavant, les actifs ISR mondiaux avaient augmenté de 61% de 2012 à 2014.

Au Maroc, l'ISR est encore dans sa phase de balbutiement. En effet, bien que ses prémises remontent à décembre 2005, avec l'organisation à Skhirate de la troisième édition des "Intégrales de l'Investissement" sous le thème de « *l'Investissement Socialement Responsable* », ce marché tarde à se concrétiser et à s'imposer sur la Bourse des valeurs de Casablanca (BVC). En 2013, le CDVM¹ (l'actuel AMMC) publie les résultats d'un questionnaire adressé aux sociétés marocaines gestionnaires des OPCVM² selon lequel le montant des actifs des fonds OPCVM qui s'inspirent de la gestion ISR (8 fonds gérés par 2 sociétés de gestion) s'élèverait au Maroc à 161,2 millions de dirhams représentant 0,07% de l'actif net total. Pour booster ce créneau, Bank Al Maghrib a organisé, en Mai 2015, une table ronde autour de la mise en place d'une « Stratégie Nationale pour la Finance Durable ». Pour matérialiser son engagement dans la promotion de cette nouvelle finance du 21^{ème} siècle, la BVC a lancé en septembre 2018 le « Casablanca ESG 10 », premier indice ESG (Environnement-Social-Gouvernance) sensé donner plus de visibilité aux investisseurs responsables quant à la constitution de leurs portefeuilles ISR à la BVC. C'est dire tout l'intérêt que revêt ce marché pour le financement du développement économique du Maroc et qui nécessite l'implication des chercheurs, académiciens et professionnels des marchés financiers pour le faire connaître et le promouvoir auprès des investisseurs financiers et gestionnaires de portefeuille.

Dans le sillage de cette dynamique, et pour apporter notre contribution à ce mouvement en participant à sa progression, il nous est apparu opportun de proposer un modèle de portefeuille ISR à la BVC en procédant empiriquement à une évaluation financière et extra-financière des sociétés cotées susceptibles d'être éligibles à cet univers d'investissement financier. Ce qui

¹ Le Conseil Déontologique des Valeurs Mobilières a été remplacé depuis février 2016 par l'Autorité Marocaine du Marché des Capitaux

² Organismes de Placement Collectif en Valeurs Mobilières

pourrait contribuer à la genèse et au développement d'un marché ISR de niche complémentaire au marché dominant de la finance conventionnelle.

Par conséquent, notre recherche a un double objectif : d'une part, enrichir la littérature marocaine sur la finance durable aussi bien sur le plan théorique que sur le plan pratique ; d'autre part, lever les appréhensions des investisseurs financiers quant à une hypothétique dégradation de la rentabilité financière concomitamment aux coûts supplémentaires occasionnés par l'analyse extra-financière des entreprises socialement responsables (ESR) en vue de la constitution d'un portefeuille ISR. Le choix de la période 2008-2015, marquée par la crise financière mondiale et la crise de la dette souveraine dans la Zone Euro, pour mener nos travaux empiriques nous permettra, en 3^{ème} lieu, de démontrer la résilience de l'ISR. De ce fait, notre recherche fournit un double argument, éthique et financier, pour l'adoption sereine d'une démarche ISR par les investisseurs engagés et/ou opportunistes sur le marché financier marocain.

Ainsi, la problématique de notre étude s'articule autour de la question centrale suivante :

Comment l'ISR permet-il l'amélioration de la performance et de la résilience des investissements boursiers en période de crise financière ?

Pour répondre à cette question, nous allons retenir trois hypothèses :

- **H1** : l'ISR serait sous-performant par rapport au marché sur le court terme
- **H2** : l'ISR aurait une rentabilité équivalente à celle du marché sur le moyen terme
- **H3** : l'ISR serait surperformant par rapport au marché sur le long terme

Pour vérifier ces 3 hypothèses classiques de toute étude ISR, notre article se présente comme suit : dans une première section, nous passerons en revue les fondements théoriques de la performance de l'ISR. Dans une seconde section, nous présenterons la méthodologie adoptée pour notre étude empirique. La troisième section est consacrée à la présentation et l'analyse des principaux résultats obtenus. Enfin, une conclusion reviendra sur les principales contributions et perspectives d'amélioration.

1. Revue de littérature :

Directement ou indirectement, la réalisation d'un investissement est toujours motivée par la recherche du profit. Cependant, dans le cas de l'ISR, l'investisseur engagé accorde une attention égale à la performance non financière de son placement. En effet, « en reprenant le concept de "prime psychologique" et en l'appliquant à l'investissement éthique, il apparaît immédiatement que la perception par l'investisseur du fait que son investissement est un "bon placement" n'est pas seulement liée au retour sur investissement matériel ; mais aussi au sentiment que ce placement a contribué à "faire progresser les choses dans le bon sens". Cette dimension psychologique et qualitative peut même surpasser la question de la rentabilité strictement financière » (Demaria C, 2004). On constate ainsi que les investisseurs socialement responsables choisissent des modes d'action en ligne avec leurs convictions, qui peuvent être d'inspiration religieuse, écologique, syndicale... Ce qui a fait que l'ISR est plus considéré comme un oxymore, conciliant difficilement le financier et l'éthique, avec une prédominance paradoxale du financier ; certainement parce qu'il est plus facile de quantifier la performance financière que d'évaluer ce qui est extra-financier. D'autant plus que le sens de la relation entre la performance sociale de l'entreprise (PSE) et sa performance financière (PFE) n'est pas encore définitivement établi.

1.1- La performance financière de l'ISR :

L'étude de l'ISR, par ses défenseurs comme par ses détracteurs, vise essentiellement à démontrer sa réelle performance afin de le proposer, ou non, comme palliatif crédible et viable à la finance traditionnelle. Ainsi, on peut trouver des études théoriques qui soutiennent que l'ISR peut générer une rentabilité financière supérieure à celle de fonds ou d'indices conventionnels et ne possède donc pas de coût financier (Mallin et al., 1995 ; D'Antonio et al., 1997 ; Statman, 2000 ; Plantinga et Scholtens, 2001 ou encore Galema et al., 2008). D'autres recherches mettent en évidence un sens de causalité négatif, stipulant que l'ISR est destructeur de valeur et procure des performances inférieures à celles des investissements conventionnels (Havemann et Webster, 1999 ; Miglietta, 2005 ; Girard et al., 2007). Enfin, un dernier groupe d'études conclut sur un impact neutre ou non significatif de l'ISR sur la performance (Hamilton et al., 1993 ; Dhrymes, 1998 ; Kreander et al., 2005 ; Bauer et al., 2007).

Dans ce contexte, l'étude de la performance financière des ISR permet de relever 3 cas de figure :

- **Une tendance à sous-performer le marché :** il est communément admis que l'investissement social ne rime pas avec investissement rentable. En effet, le portefeuille éthique, qu'il soit constitué selon une stratégie exclusive ou inclusive, n'est pas ouvert à un certain nombre de titres dont les sociétés émettrices ne sont pas jugées vertueuses. Ce qui réduit d'autant le champ de diversification possible. De ce fait, certains titres, bien que très rentables, ne figureront pas dans le portefeuille de l'investisseur socialement responsable. Ainsi, en soumettant l'investissement responsable à la logique de l'investissement conventionnel, les chercheurs en finance aboutissent inéluctablement à une sous performance de l'ISR.
- **Une tendance à surperformer le marché :** c'est une présomption qui commence à percer de plus en plus, surtout après les crises et scandales à répétition qui ont entaché les fonds traditionnels. Elle présuppose que les fonds ISR offrent une meilleure performance financière que leurs équivalents conventionnels. Pour les tenants de cette idée, l'hypothèse de sous performance des ISR s'expliquerait par un raisonnement court-termiste de la finance classique. Pour eux, l'évaluation de la performance de l'ISR doit se faire sur le long terme. Dans ce sens, ils avancent deux arguments pour contrer les adeptes de la sous performance des ISR :
 - Les avantages de la diversification deviennent quasi-nuls lorsque le nombre de titres formant le portefeuille, dans un marché financier suffisamment profond, dépasse la cinquantaine. Or, l'univers de l'investissement socialement responsable est beaucoup plus large et en constante extension du fait que les entreprises adhèrent de plus en plus aux principes de la RSE³ ;
 - Les coûts supplémentaires supportés par l'investisseur éthique pour le filtrage et le contrôle liés à la délimitation de l'univers d'investissement et la constitution du portefeuille s'amortissent sur le long terme permettant à l'entreprise de tirer tous les avantages d'un moindre risque et un moindre coût financier des capitaux pour une rentabilité au moins équivalente à celle des entreprises non vertueuses.

³ Responsabilité Sociale des Entreprises

D'autres facteurs positifs de performance sont proposés par différents auteurs. C'est le cas de « l'effet d'apprentissage » présenté par Bauer et al. (2005, 2006), pour qui l'ISR aurait tendance à sous-performer à court terme des investissements dits conventionnels, puis à réduire cet écart à moyen terme jusqu'à l'inverser à long terme pour devenir surperformant.

Pour sa part, A. Pagès (2006) constate que pour justifier cette allégation, certains chercheurs parlent de "sustainable alpha"⁴, c'est-à-dire d'une surperformance structurelle de l'ISR. Puisque la théorie financière n'aboutit pas à d'aussi fortes conclusions, les raisons des bonnes performances de l'ISR sont à chercher du côté économique et social.

- **Une équi-rentabilité avec le marché :** pour les tenants de ce courant de pensée, il n'existe pas de différence statistiquement significative entre les fonds ISR et les fonds traditionnels. Ceci est parfaitement compréhensible au sein d'une communauté où la RSE est faiblement ancrée dans le système de valeur des investisseurs. Il s'en suit une abstraction du caractère social ou non des investissements, la primeur étant accordée aux seuls rendements financiers. Dans ce sens, les titres des sociétés socialement engagées sont considérés comme ordinaires et leur demande par les investisseurs particuliers ou institutionnels répond uniquement à une contrainte financière. L'optimisation du couple rendement risque dépend des mêmes critères quelle que soit la nature des titres considérés.

D'un autre côté, selon la méthode expérimentale de Hedges et Olkin (1985) menée sur un corpus empirique regroupant 61 études, les résultats observés tendent à prouver que « l'éthique n'a pas de coût financier et génère une rentabilité similaire à celle de l'investissement conventionnel ».

En conclusion, pour K. Saadaoui (2010), « L'évaluation des performances des FSR⁵ révèle une sous-performance généralisée mais non significative par rapport au marché ainsi qu'une attitude conservatrice à l'égard du risque de marché. En revanche, il n'existe pas de différence statistiquement significative entre la performance des FSR et celle des fonds traditionnels équivalents ». De même, Selon A-C. Husson-Traore, DG de Novethic, *«il y a autant d'enquêtes qui prouvent que les fonds ISR surperforment que celles qui prouvent qu'ils sous-performent»*.

⁴ Alpha durable met en lumière des approches de portefeuille et les tendances de l'investissement dans le contexte de thèmes plus larges tels que le manque de ressources, les changements politiques et les changements démographiques ; tout en mettant en lumière la façon dont le respect des contraintes ESG peut avoir un impact sur les investissements financiers.

⁵ Fonds Socialement Responsables

1.2- La performance extra-financière de l'ISR :

Les stratégies d'investissement ISR sont encore en quête de légitimité. Cela passe nécessairement par l'adoption de critères de mesure ESG, unanimement acceptés et largement standardisés, permettant une évaluation extra-financière fiable et homogène, capable de rendre compte de l'apport de la gestion ISR quant à la maîtrise des risques financiers et non financiers ainsi qu'une comparaison entre les performances de ce type d'investissement et les investissements classiques. En effet, il est paradoxal de comparer ces deux types d'investissement sur la base des seuls critères financiers pour dire que l'un ou l'autre serait plus rentable, moins rentable ou a une rentabilité égale. Ce serait ignorer l'essence même de l'ISR et se placer dans une logique opportuniste et non pas engagée de l'investissement responsable. Une telle vision réductionniste aboutirait alors à compromettre les conditions de réussite, ou d'adhésion, aux stratégies d'investissement ISR.

Néanmoins, il faut se rendre à une évidence : il n'est pas du tout aisé de procéder à une quantification de l'engagement responsable d'une entreprise dans la mesure où, d'une part, ça traite d'éléments largement qualitatifs et, d'autre part, les outils dont nous disposons ne sont pas encore ni standardisés ni communément admis et appliqués par toutes les entreprises.

Les critères ESG que nous pourrions adopter comme indicateurs de mesure de la performance extra-financière, peuvent être extraits des pratiques des entreprises socialement responsables, ESR. Ce qui suppose la disponibilité d'un reporting ESG, homogène et transparent, répondant aux objectifs multidimensionnels de l'ISR :

- **Les indicateurs de rendement environnemental** : c'est l'émission de CO₂ par rapport à la production de l'entreprise qui est actuellement le principal indicateur de performance environnementale. Cependant, on peut trouver d'autres indicateurs tels que : la consommation d'énergie ; la consommation d'eau ; les sanctions environnementales ; ...
- **Les indicateurs de rendement social** : ces indicateurs sont nombreux mais restent centrés sur l'emploi. À titre d'exemple, on peut retenir : la création nette d'emploi ; la signature du Pacte Mondial ; la part des femmes dans les effectifs ; le taux d'emploi de personnes handicapées ; l'emploi direct ou indirect des enfants ; ...

- **Les indicateurs de bonne gouvernance** : les indicateurs les plus couramment utilisés visent à mesurer la place des femmes dans les conseils d'administration, la séparation des fonctions de président et de directeur général, l'indépendance des administrateurs ou encore le droit de vote des actionnaires sur les rémunérations des dirigeants (say on pay).

Normalement, l'utilisation de ces différents critères doit avoir un effet positif sur la gestion des portefeuilles ISR. Elle doit conduire, in fine, à l'amélioration de la performance des ISR.

1.3- La relation entre la PSE et la PFE :

Pour parvenir à un changement de paradigme favorable à l'ISR, il serait opportun que les entreprises qui intéressent les investisseurs engagés soient évaluées sur la base conjointe de leurs performances financières et extra-financières dans la mesure où la PFE et la PSE sont intimement liées. Si les critères financiers ont déjà fait leurs preuves et sont largement standardisés, il n'en est pas de même pour les critères non-financiers.

Ainsi, la question d'une éventuelle corrélation entre la PSE et la PFE reste entière. Le but est de comprendre si l'intégration de la RSE dans la stratégie de l'entreprise aboutit à une amélioration de ses performances économiques. En effet, il ne faut plus penser la relation PSE/PFE en termes contradictoires, l'augmentation de l'une entraînant inéluctablement la baisse de l'autre, mais plutôt en termes complémentaires : l'impact positif qu'à l'une sur l'autre pour l'améliorer et l'accroître. L'idée de la neutralité doit, à notre avis, être complètement ignorée car toute information concernant les titres est prise en compte par les investisseurs dans l'évaluation et le choix de ces titres. Il faut juste garder à l'esprit le postulat que dans la logique de l'investissement responsable, c'est la performance extra-financière de l'ISR qui doit primer. Elle permettrait de mesurer si les ISR ont un meilleur impact social, environnemental et de bonne gouvernance. Dans cet objectif, elle répondrait au besoin d'un nouveau contrat social entre l'industrie financière et la société. Ainsi, les croyances et les comportements ne peuvent plus être comme extérieurs au débat mais doivent plutôt être "endogénéisés" dans l'analyse des interactions entre PSE et PSF.

2. Méthodologie et données :

Cette analyse du marché boursier, menée dans le cadre de l'ISR, comportera deux composantes : un volet principal qui traite de ce qui est non financier ; un volet secondaire, mais non moins important, visant la mesure de la rentabilité financière.

L'analyse extra-financière se fera à travers les trois axes de la RSE : l'E.S.G. Ainsi, en termes de RSE, l'investisseur doit porter son attention aussi bien sur la gestion des risques ESG encourus par l'entreprise cible que sur les opportunités de rentabilité qu'offre cette dernière. Cela se concrétise par la réalisation de trois types d'audit complémentaires :

- **L'audit environnemental** : selon le glossaire du Crédit Agricole, il constitue « *un instrument de gestion comprenant une évaluation systématique, documentée, périodique et objective de l'efficacité de l'organisation, du système de gestion et des procédures destinées à la protection de l'environnement* ».
- **L'audit social/sociétal** : pour BELGHAZI N (2003), l'audit social est « *une démarche spécifique d'investigation et d'évaluation effectuée à partir d'un référentiel* ». Au Maroc, on peut citer comme référentiels : le Code du Travail, les conventions de l'OIT,...
- **L'audit de gouvernance** : c'est un outil de contrôle interne et de gestion des risques qui permet d'identifier les dysfonctionnements potentiels au sein des organes de direction, d'administration et de contrôle, permettant d'évaluer la qualité de la gouvernance.

Ces trois audits ont abouti à la détermination des critères de notre processus de mesure de la performance sociétale et d'évaluation des entreprises cotées à la BVC pour leur conférer ou non le qualificatif d'ISR. Nous avons par la suite synthétisé ces critères pour construire notre *modèle de notation extra-financière* qui a été validé par Monsieur le Directeur de l'IMANOR. Celui-ci se décline en HUIT thèmes, analysés en fonction de DIX NEUF objectifs et mesurés par QUARANTE SIX indicateurs.

Le tableau suivant donne la synthèse de notre système d'évaluation extra-financière :

Tableau 1 : modèle de notation extra-financière

Niveaux RSE	Thèmes d'analyses	Objectifs	Indicateurs
Environnement	Systeme de management de l'environnement SME	<ul style="list-style-type: none"> - Référentiels - Formalisation - Opérationnalisation 	<ul style="list-style-type: none"> - Conformité aux lois, normes et règlements nationaux - Pollution de l'air ; de l'eau ; des sols - Bruits et odeurs - Biodiversité - Certifications/SME
	Prévention de la pollution	<ul style="list-style-type: none"> - Éco-efficience - Gestion des impacts environnementaux - Éco-conception de produits 	<ul style="list-style-type: none"> - Techniques "propres" - Consommation de MP - Consommation d'eau - Consommation d'énergie - Utilisation des énergies renouvelables - Gestion des déchets - Émissions de GES - Recyclage
	Relations avec les parties prenantes	<ul style="list-style-type: none"> - Employabilité - Promotion du respect de l'environnement - Produits et services 	<ul style="list-style-type: none"> - Sensibilisation - Transparence - Prescriptions environnementales - Écoute des clients - Actions de coopération
Social	Relations commerciales	<ul style="list-style-type: none"> - Information des clients - Politique d'achat 	<ul style="list-style-type: none"> - Durée des contrats - Achats responsables - Sécurité des produits - Étiquetage - Traitement des réclamations - Respect de la vie privée
	Ressources humaines	<ul style="list-style-type: none"> - Motivation des employés - Climat social 	<ul style="list-style-type: none"> - Formation continue - Gestion de carrières - Liberté d'association - Dialogue social - Solidarité
	Santé et sécurité au travail	<ul style="list-style-type: none"> - Hygiène, sécurité, santé 	<ul style="list-style-type: none"> - Hygiène et santé - Sécurité au travail - Conditions de travail
Gouvernance	Engagements de la direction	<ul style="list-style-type: none"> - Éthique - Équité - Droits humains 	<ul style="list-style-type: none"> - Droit de vote - Droit à l'information - Femmes dirigeantes - Travail des enfants - Discriminations - Transparence des rémunérations

			- Audit et contrôle
	Traitement des parties prenantes	- Saine concurrence - Développement régional	- Pratiques de concurrence loyale - Corruption - Emploi local - Valorisation de l'identité régionale - Mécénat, sponsoring,... - Communication interne - Communication externe

Source : tableau élaboré par nous même et validé par Mr TAIBI, Directeur de l'IMANOR

Vu que la mesure de ces différents indicateurs s'applique de manière exhaustive à toutes les entreprises cotées à la BVC, quel que soit leur secteur d'activité, la différenciation proviendra des coefficients de pondération qui seront affectés à ces indicateurs et qui varieront pour tenir compte des spécificités de chaque secteur ou branche d'activité. Ce qui nous amène à déterminer des pondérations pour compléter notre système d'évaluation des performances extra-financières des entreprises étudiées.

Pour réduire notre marge d'erreur et tenir compte de la vision des différentes parties prenantes, nous avons opté pour une concertation directe avec ces trois parties concernées par l'ISR : les épargnants-particuliers (un échantillon de 690 individus contactés directement par questionnaire) , les sociétés de gestions (7 entretiens semi-directif avec des responsables) et l'Institut Marocain de Normalisation (discussion directe avec Mr Taibi dans son bureau au siège de l'IMANOR à Rabat). Ce qui nous permis de fixer les pondérations que nous devons appliquer lors de la notation extra-financière des ESR. Ces pondérations reflètent la moyenne des coefficients proposés par les parties consultées et celles que nous avons estimées, au départ, au bout de nos diverses recherches sur la question. Le tableau qui synthétise nos pondérations retenues pour l'évaluation extra-financière des sociétés éligibles cotées à la BVC se présente comme suit :

Tableau 2 : Système de pondération retenu dans notre modèle

Critères	Environnement	Social	Gouvernance
Secteurs			
Agroalimentaire, Production	40%	30%	30%
Bâtiment et Matériaux de Construction	50%	30%	20%
Boissons	40%	30%	30%

Distributeurs	55%	25%	20%
Equipements Electroniques et Electriques	40%	30%	30%
Immobilier	30%	35%	35%
Industrie pharmaceutique	40%	30%	30%
Ingénierie et biens d'équipement industriels	40%	30%	30%
Loisir et Hôtels	35%	35%	30%
Matériels, logiciels et services informatiques	35%	25%	40%
Services aux collectivités	50%	20%	30%
Télécommunications	30%	30%	40%

Source : tableau élaboré par nous même et validé Mr TAIBI, Directeur de l'IMANOR

Nous nous sommes basés sur ce modèle pour mesurer le degré d'engagement ESG des ESR cotées à la BVC afin de choisir parmi elles, celles qui feront effectivement partie de notre portefeuille ISR, conformément à la stratégie « Best in Class » que nous avons adopté. Ce faisant, nous avons dès le départ écarté un certain nombre de titres dont les sociétés émettrices appartiennent à des secteurs considérés comme « sin stocks », « actions du péché ». Nous avons également décidé d'ignorer les actions qui n'ont pas récolté un score suffisant pour faire partie des actions ISR.

À l'issue de ces différentes opérations de tri, nous avons pu construire notre portefeuille ISR modèle. Celui-ci est composé des vingt sociétés cotées à la BVC qui, selon notre analyse, ont pu obtenir notre "Label ISR".

L'analyse financière permettant la mesure de la rentabilité financière a été réalisée sous Excel. Le propos de cette deuxième analyse est de tenter de démontrer un lien de causalité entre l'effet de la prise en compte de critères extra-financiers dans les processus de constitution de portefeuille et la performance financière des ISR.

Pour collecter les données financières retraçant l'évolution des cours des valeurs cotées à la BVC, nous avons eu recours à une seule base de données, celle fournie par le site internet de la "Bourse des Valeurs de Casablanca". À cette fin, nous avons retenu les cours de clôture relatifs à toutes les valeurs de notre portefeuille. Nous avons travaillé sur des données journalières. Par la suite, nous avons annualisé les résultats obtenus concernant tous les paramètres d'analyse : moyenne logarithmique, variance, ratio de Sharpe, ... sur la base d'une année à 250 jours.

Signalons que tous les calculs ont été effectués sous Excel. Ce qui nous a permis de profiter des possibilités offertes par son « utilitaire d'analyse » pour les différents calculs et le « solveur » pour la constitution des portefeuilles servant à tracer la frontière efficiente.

Rappelons également que notre article vise à évaluer la performance financière de notre portefeuille ISR investi en actions de sociétés cotées à la BVC en comparaison avec l'évolution du marché boursier représenté par l'indice global de la BVC : le MASI⁶. En ce qui concerne les valeurs du MASI, nous avons retenu sa performance réalisée sur chacun de ces trois horizons pour la période concernée. Cette performance est donnée directement par le site investing.com.

L'agrégation de l'ensemble de ces informations nous permettra de vérifier si l'ISR au Maroc peut offrir une performance inférieure, égale ou supérieure à celle des investissements boursiers traditionnels, que ce soit à court, à moyen ou à long terme.

À cette fin, nous analyserons les performances historiques de ces sociétés, quel que soit leur compartiment, mais à condition que leur introduction en bourse soit effectuée au plus tard le 01/01/2008. Cela s'explique par le fait que l'historique de cours boursiers retenus porte sur la période s'étalant de 2008 à 2015 que nous scinderons en 3 horizons :

- Court terme : 3 ans, du 02 janvier 2008 au 31 décembre 2010 ;
- Moyen terme : 5 ans, du 02 janvier 2008 au 31 décembre 2012 ;
- Long terme : 8 ans, du 02 janvier 2008 au 31 décembre 2015.

Ce qui nous permettra de tirer des conclusions relativement comparables à celles des études empiriques déjà faites par d'autres chercheurs dans des pays où l'ISR est déjà présent et plus ou moins connu. Par la même occasion, la période choisie qui coïncide avec la crise financière mondiale nous informera sur la résilience de ce mode d'investissement en bourse.

Dans cette perspective, nous utiliserons des critères de mesure de la rentabilité financière les plus couramment utilisés, à savoir : la moyenne (logarithmique), l'écart-type, la courbe d'efficience, le bêta ainsi que les mesures de la rentabilité ajustées au risque, à savoir : le ratio de Sharpe, l'Indice de Treynor et l'Alpha de Jensen.

⁶ Le MASI (*Moroccan All Shares Index*) est le principal indice boursier de la Bourse de Casablanca. Il est composé de toutes les valeurs cotées sur la place casablancaise.

3. Résultats et discussions :

De nombreuses études empiriques, réalisées principalement dans les pays développés et tout particulièrement les pays anglo-saxons, ont été centrées paradoxalement sur la performance financière de l'ISR. Paradoxalement car les investisseurs engagés sont bien sûr attentifs à la rentabilité financière des ISR ; mais, ils accordent une attention équivalente à la performance extra-financière. C'est ce double volet de la performance de l'ISR qui a guidé notre recherche.

3.1- Analyse extra-financière des sociétés cotées à la BVC et construction du portefeuille socialement responsable :

L'ISR est un portefeuille composé d'actions qui répondent à des contraintes sociales et d'éthique. Or, le critère retenu pour qualifier tel ou tel investissement d'éthique et de socialement responsable par tous les académiciens et les professionnels reste toujours l'activité des ESR. Ce qui permet de filtrer les actions entre « sin stocks » et actions socialement responsables, ISR.

Dans cet ordre d'idées, notre analyse extra-financière réalisée selon les standards nationaux et internationaux en matière de RSE, tout en insistant sur les spécificités marocaines, nous a permis d'évaluer les sociétés cotées à la BVC sur la base des critères ESG, en combinant deux stratégie complémentaire : « filtrage négatif » et « Best in class », afin d'intégrer les entreprises les plus vertueuses au sein d'un portefeuille ISR.

La réalisation de cette évaluation s'est basée sur les données statistiques disponibles sur le site de la BVC, dont les sociétés cotées constituent notre univers d'étude, ainsi que sur les données macro-économiques fournies par Bank Al Maghrib, le Haut Commissariat au Plan, le Centre Marocain de Conjoncture, ... dans leurs rapports annuels et leurs publications ainsi que sur les données fournies par le site internet de chacune des sociétés concernées.

Parallèlement, le système de pondération que nous avons élaboré conjointement avec l'IMANOR a joué un rôle discriminant dans les résultats que nous avons obtenus. En effet, ces pondérations ont toute leur importance dans la mesure où elles nous ont permis de classer les entreprises évaluées selon leur niveau de conformité ESG. Pour mener à bien ce travail d'investigation, nous avons procédé à trois enquêtes : une enquête auprès des épargnants particuliers marocains ; une enquête auprès des sociétés de gestion intervenant à la BVC ; une enquête documentaire portant sur les sociétés cotées à la BVC et leur secteur d'activité.

L'objectif à travers cette démarche a été de constituer un filtre positif permettant de retenir les ESR qui auront fait preuve des meilleures pratiques ESG.

Ainsi, sur les 31 entreprises éligibles à l'ISR au sein de la BVC, sélectionnées à l'issue du premier filtrage négatif, nous avons retenu nos 20 Best Performers en adoptant l'approche « Best in Class ». Leur notation extra-financière se présente comme suit :

Tableau 3 : Liste des sociétés formant le portefeuille ISR à la BVC

Secteurs	Sociétés	Scores
Agroalimentaire, production	Lesieur Cristal	35,65
	Dari Couspate	34,95
	Centrale laitière	33,55
Bâtiment et matériaux de construction	Lafarge Ciments	36,35
	Colorado	35,00
	Sonasid	32,25
Boissons	Oulmès	31,45
Distributeurs	Stokvis Nord Afrique	25,37
	Auto Hall	21,15
	Fenie Brossette	16,70
Equipement électronique et électrique	Nexans Maroc	24,00
Immobilier	Douja prom Addoha	15,15
Industries pharmaceutiques	Sothema	34,80
	Promopharm	18,75
Loisir et hôtels	Risma	17,90
Matériels, logiciels et services informatiques	HPS	17,40
	M2M groupe	16,90
	MicroData	16,65
Services aux collectivités	Lydec	26,85
Télécommunications	Itissalat Al Maghrib	28,95

Source : élaboré par nous même à partir d'études documentaires

Comme on peut le remarquer, la stratégie « Best in Class » permet une grande diversification sectorielle dans la mesure où elle permet de retenir les sociétés les mieux classées dans chaque secteur.

Les sociétés formant notre portefeuille ISR doivent maintenant faire l'objet d'une analyse financière pour déterminer leurs performances sur le court, moyen et long terme. Ce qui nous permettra de vérifier les trois hypothèses ayant fait l'objet des études académiques aussi bien en Europe que dans les pays anglo-saxons, contextualisées dans le cas marocain.

3.2- Mesure et évaluation de la rentabilité financière des ISR sur la BVC :

3.2-1. La rentabilité financière à court terme (CT) :

Ce paragraphe va nous permettre de tester la validité, sur le marché boursier marocain, de la première hypothèse retenue :

H1 : L'ISR serait sous-performant par rapport au marché sur le court terme.

Les calculs auxquels nous avons procédé nous ont permis, grâce au solveur d'Excel, de constituer un portefeuille de variance minimum, PVM, très performant composé de 10 ESR parmi les 20 ESR retenues : Sothema ; Dari Couspate ; Lydec ; Oulmès ; Itissalat Al Maghrib ; Lafarge Ciments ; Centrale laitière ; Lesieur Cristal ; Colorado ; Promopharm.

Le rendement obtenu a été de 12,2300% pour un risque de 13,0770%. En même temps, on relève sur le site "investir.com" que la performance du MASI s'établit pour la période 2008/2010 à un rendement moyen de -0,3100% pour un niveau de volatilité de 2,2145%.

Le premier constat qui se dégage est qu'il n'y a pas de corrélation entre la notation ESG d'une entreprise et le niveau de sa représentation dans le portefeuille ISR optimal. Ce qui démontre que le PVM/ISR permet de sélectionner les sociétés les plus performantes financièrement dans leur secteur. Donc, pour les investisseurs engagés, l'arbitrage doit se faire de manière successive : analyse extra-financière suivie de l'étude financière. Ainsi, grâce à l'ISR, ils peuvent investir en bourse, en respectant leurs convictions religieuses afin de réaliser un rendement élevé.

Les autres indicateurs de performance retenus sont synthétisés dans le tableau suivant :

Tableau 4 : rentabilité ajustée au risque du PVM/ISR à CT

TITRES	Bêtas β	Ratio de Sharpe S	Ratio de Treynor RT	Alpha de Jensen α
Lesieur Cristal	0,0343	0,0606	1,6793	0,1944
Dari Couspate	0,0424	0,0139	0,9190	0,0861
Centrale Laitière	0,0572	0,0506	5,5752	0,1924
Lafarge Ciments	0,0894	0,0020	0,0148	0,0218
Colorado	0,1129	-0,0014	-0,0112	0,0069
Oulmès	0,1294	-0,0060	-0,3847	-0,0145
Sothema	0,2157	0,0185	2,7032	0,1572
Promopharm	0,2517	-0,0159	-0,1802	-0,0177
Lydec	0,3753	0,0111	0,1785	0,0558
I. A. M	0,3817	-0,0144	-0,0900	-0,0179
Marché	1	-0,0195	-0,0432	0
PVM	0,1400	0,0063	0,5870	0,1388

Source : tableau construit par nous même par synthèse des calculs effectués sur Excel

Ainsi, à la lecture de ce tableau, on peut conclure comme suit :

- $\beta_p < \beta_m$: le PVM est faiblement exposé au risque de marché
- $S_p > S_m$: le PVM réalise une meilleure rentabilité que le marché, par rapport au risque total
- $RT_p > RT_m$: le PVM a une meilleure rentabilité que le marché, par rapport au risque systémique
- $\alpha_p > \alpha_m$: une partie de la rentabilité du PVM s'explique par les compétences du gérant

Donc, nous pouvons conclure que, sur le court terme, à la BVC, le portefeuille ISR est plus performant que le marché, représenté par son indice, le MASI.

Ce qui invalide notre première hypothèse !

De ce fait, au Maroc, contrairement aux bourses internationales sur lesquelles l'ISR est déjà existant, l'ISR à la BVC pourrait s'avérer plus performant que les portefeuilles classiques, compte tenu de la période (2008/2010) et de l'horizon (3ans) retenus. Cela montre également la résilience de l'ISR en période de crise financière.

3.2-2. La rentabilité financière à moyen terme :

Ce paragraphe va nous permettre de tester la validité, sur le marché boursier marocain, de la seconde hypothèse retenue dans la littérature sur l'ISR, à savoir :

H2 : L'ISR aurait une rentabilité équivalente à celle du marché sur le moyen terme

À cette fin, nous avons procédé à une mesure des différents indicateurs de la performance financière de notre portefeuille ISR sur la période 2008/2012, soit 5 ans.

Sur le moyen terme, la rentabilité du PVM/ISR constitué grâce au solveur ressort à 9,0000% pour un risque de 16,7845%. Parallèlement, on relève que la performance du MASI, fournie par le site investir.com pour la période 2008/2012 s'établit à un rendement moyen de -26,2800% pour un niveau de volatilité de 2,0580%.

Le PVM/ISR se compose comme suit : Lesieur Cristal ; Dari Couspate ; Centrale laitière ; Oulmès ; Sothema ; Promopharm ; Lydec ; Itissalat Al Maghrib (08 ESR sur 20).

Comme nous l'avons déjà soulevé pour le portefeuille à CT, la notation ESG d'une entreprise n'a pas d'impact sur la composition du PVM. On constate même que des entreprises avec un score ESG élevé ne figurent pas dans ce PVM. Donc, on serait tenté de dire qu'un niveau élevé d'engagement ESG n'est pas un gage de rentabilité financière à moyen terme (MT).

Les autres indicateurs de performance retenus sont synthétisés dans le tableau suivant :

Tableau 5 : rentabilité ajustée au risque du PVM/ISR à MT

TITRES	Bêtas β	Ratio de Sharpe S	Ratio de Treyner RT	Alpha de Jensen α
Lesieur Cristal	0,0105	0,0113	0,2672	0,0568
Dari Couspate	0,0510	-0,0186	-0,7352	-0,0415
Centrale Laitière	0,0923	0,0362	1,2419	0,1427
Oulmès	0,0964	-0,0373	-10,4154	-0,1057
Sothema	0,0993	0,0159	2,1246	0,1239
Promopharm	0,1085	-0,0352	-0,8153	-0,0554
Lydec	0,2228	-0,0280	-0,3606	-0,0124
I. A. M	0,3944	-0,0267	-0,2742	0,0121
Marché	1	-0,1482	-0,3049	0

PVM	0,0975	0,0029	0,4914	0,1146
-----	--------	--------	--------	--------

Source : tableau construit par nous même par synthèse des calculs effectués sur Excel

Ces dernières mesures auxquelles nous avons procédé nous permettent de constater que :

- $\beta_p < \beta_m$: le PVM est faiblement exposé au risque de marché
- $S_p > S_m$: le PVM réalise une meilleure rentabilité que le marché, par rapport au risque total
- $RT_p > RT_m$: le PVM a une meilleure rentabilité que le marché, par rapport au risque systémique
- $\alpha_p > \alpha_m$: une partie de la rentabilité du PVM s'explique par les compétences du gérant

Donc, nous pouvons conclure que, sur le moyen terme, à la BVC, le portefeuille ISR est plus performant que le marché, représenté par son indice, le MASI.

Ce qui invalide notre 2^{de} hypothèse.

Donc, pour les investisseurs responsables, il est également rentable de se positionner sur le MT, compte tenu de la période (2008/2012) et de l'horizon (5ans) retenus. Cependant, il faut signaler que le rendement à MT de l'ISR serait inférieur à son rendement à CT et se fait au prix d'un risque plus élevé ! Peut être que la conjoncture économique et financière dans la Zone Euro, que nous avons déjà évoquée, y est pour quelque chose.

3.2-3. La rentabilité financière à long terme :

Nous allons maintenant faire les calculs et les analyses nécessaires afin de tester la validité, sur le marché boursier marocain, de notre troisième hypothèse de travail, à savoir :

H3 : L'ISR serait surperformant par rapport au marché sur le long terme

À cette fin, la procédure que nous allons suivre est exactement la même que celle adoptée lors de la validation des première et seconde hypothèses.

Les résultats que nous avons obtenus révèlent que sur le long terme, la rentabilité du PVM/ISR est de 05,5000% pour un risque de 11,2383%. Quant au MASI, selon le site investing.com, il reste dans le rouge enregistrant, pour 2008/2015, un rendement de -29,69% associé à un risque 1,8082%.

Le PVM constitué grâce au solveur Excel contient 12 ESR sur les 20 constituant notre univers ISR : Lesieur Cristal ; Dari Couspate ; Centrale laitière ; Lafarge Ciments ; Colorado ; Oulmès ; Auto Hall ; Sothema ; Promopharm ; MicroData ; Lydec ; Itissalat Al Maghrib.

Comme nous l'avons déjà soulevé pour les portefeuilles à CT et MT, il n'y a pas de corrélation directe entre la notation ESG d'une entreprise et sa pondération dans le PVM. Le rôle de la notation ESG se limite donc à sélectionner une action en bourse dans l'absolu. Quant à la pondération de ces actions dans un portefeuille, elle dépend, de manière classique, des exigences de rentabilité et du niveau d'aversion au risque des investisseurs boursiers.

Il nous reste maintenant à confirmer ces résultats encourageants pour l'ISR sur LT à la BVC par le calcul des autres paramètres comme précédemment. Le tableau suivant en donne une synthèse :

Tableau 6 : rentabilité ajustée au risque du PVM/ISR à LT

TITRES	Bêtas β	Ratio de Sharpe S	Ratio de Treynor RT	Alpha de Jensen α
Lesieur Cristal	0,0130	0,0055	0,1454	0,0165
Dari Couspate	0,0661	0,0100	0,7005	0,0674
Centrale Laitière	0,0760	0,0127	0,4950	0,0412
Lafarge Ciments	0,0859	-0,0335	-0,1104	-0,0315
Colorado	0,0902	-0,0996	-0,5628	-0,0786
Oulmès	0,0985	-0,0048	-1,2358	-0,0155
Auto Hall	0,1523	-0,0729	-0,3285	-0,0642
Sothema	0,2248	0,0066	0,5946	0,0424
Promopharm	0,2276	-0,0135	-0,3292	-0,0279
Lydec	0,4012	-0,0011	-0,0165	0,0067
I. A. M	0,4917	-0,0343	-0,1953	-0,0598
Marché	1	-0,0256	-0,0464	0
PVM	0,1342	0,0125	0,5135	0,1277

Source : tableau construit par nous même par synthèse des calculs effectués sur Excel

Certains constats peuvent être tirés de ce tableau :

- $\beta_p < \beta_m$: le PVM est faiblement exposé au risque de marché ;
- $S_p > S_m$: le PVM a un ratio de Sharpe supérieur à celui du marché ;

- $RT_p > RT_m$: le PVM a un ratio de Treynor supérieur à celui du marché ;
- $\alpha_p > \alpha_m$: le PVM a un Alpha de Jensen supérieur à celui du marché.

Donc, nous pouvons conclure que, sur le long terme, à la BVC, le PVM/ISR est plus performant que le marché, représenté par son indice, le MASI.

Ce qui rend VALIDE notre dernière hypothèse.

Cependant, il faut signaler que contrairement au postulat selon lequel l'ISR serait plus rentable à long terme, vu qu'il s'inscrit dans l'optique de développement durable, nous avons constaté que sa rentabilité baisse avec le temps ; d'autant plus que le risque n'apparaît pas réellement maîtrisé comme c'est souvent soutenu par les détenteurs de ce mode d'investissement en bourse.

Néanmoins, le fait que l'ISR ait pu obtenir des résultats positifs en période de crise financière mondiale couplée de la crise de la dette souveraine dans la Zone Euro, témoigne de sa forte résilience et de son potentiel de rentabilité assez élevé. Ce qui en fait une alternative sérieuse aux portefeuilles traditionnels, au moins en période de crise où la majorité des investisseurs cherchent des valeurs refuges.

Conclusion :

À l'issue de cette recherche, nous pouvons conclure que la PSE a un impact positif sur la PFE quel que soit l'horizon retenu. De ce fait, l'ISR n'empêcherait pas la rentabilité financière et le respect des critères extra-financiers vise surtout à maîtriser les risques auxquels s'expose l'ESR dans le cadre de son activité productive et son interaction avec son environnement. D'ailleurs, la notation ESG d'une ESR n'a pas d'impact sur son niveau de représentation dans un PVM/ISR. D'où, la conclusion que l'analyse extra-financière sert à constituer l'univers éligible à l'ISR et l'analyse financière sert à constituer le portefeuille ISR le plus performant financièrement.

Ainsi, nous pouvons dire que l'argument en faveur de l'ISR à la BVC est établi aussi bien pour les épargnants qui désirent placer leur argent à CT, et qui sont très nombreux au Maroc selon les résultats de notre questionnaire, que ceux qui veulent se positionner sur le LT et se constituer une retraite intéressante avec le plus faible risque possible sur le marché boursier.

Toutefois, cette étude de l'ISR gagnerait à être développée dans deux sens :

- En plus de la comparaison avec le MASI, nous pourrions récupérer tous les titres non ISR pour constituer un portefeuille classique de référence dont nous pourrions évaluer la rentabilité financière en vue de l'exploiter comme benchmark ;
- Cette étude pourrait être reprise mais en changeant la période de l'observation, en choisissant comme point de départ une année assez éloignée des périodes des deux crises. Comme ça, l'évaluation se fera alors en période « normale ».

En ce qui concerne notre présente recherche, nous pouvons affirmer que **l'intégration de l'éthique en finance permet une optimalité de la rentabilité financière des investissements boursier.**

Nous invitons donc tous les investisseurs en bourse, particuliers et institutionnels, à profiter des promesses de rendements élevés offertes par l'ISR ; ce qui contribuerait à lever les réticences des entreprises nationales à adopter une démarche RSE. En effet, comme le précisent ABBASSI A. et OURIQUA A (2018), « Les retombées de la RSE ne se limitent pas au volet financier et économique, mais elles impliquent également un renouvellement de la réflexion sur les objectifs et le fonctionnement de l'entreprise. Mais malgré la forte contribution de la littérature à la compréhension du lien entre la RSE et la performance, celle-ci souffre d'une limite importante qui est liée à sa focalisation sur les grandes entreprises ».

Bibliographie :

1- Article et revue :

Abbassi, A., Ouriqua, A. (2018), « L'impact de la RSE sur la performance des PME au Maroc », Revue CCA, N° 7, pp 286-308.

Bauer, R., Koedijk, K., Otten, R. (2005), « International Evidence on Ethical Mutual Fund Performance and Investment Style », Journal of Banking and Finance, volume 29, pp1751-1767.

Bauer, R., Otten, R., Tourani Rad, A. (2006), « Ethical Investing in Australia: Is there a Financial Penalty ? », Pacific-Basin Finance Journal, volume 14, pp33-48.

Bauer, R., Derwall, J., Otten, R. (2007), « The Ethical Mutual Fund Performance Debate : New Evidence from Canada », Journal of Business Ethics, volume 70, N°2, pp111-124.

Belghazi, N., (2003), L'économiste N°1651, « Les premiers pas de l'audit social dans les entreprises ».

D'antonio, L., Johnsen, T., Hutton, R. B. (1997), « Expanding Socially Screened Portfolios : An Attribution Analysis of Bond Performance », Journal of Investing, volume 6, N°4, pp79-86.

Dhrymes, P. J. (1998), « Socially Responsible Investment : Is It Profitable? », In Bruce, B. (Edition), *The Investment Research Guide to Socially Responsible Investing. The Colloquium on Socially Responsible Investing*, Plano, Texas, pp 264–284.

Galema, R., Plantinga, A., Scholtens, B. (2008), « The Stocks at Stake : Return and Risk in Socially Responsible Investment », *Journal of Banking and Finance*, volume 32, N° 12, pp 2646-2654.

Galema, R., Plantinga, A., Scholtens B. (2008), « The Stocks at Stake : Return and Risk in Socially Responsible Investment », *Journal of Banking and Finance*, volume 32, N° 12, pp 2646-2654.

Girard, E., Rahman, H., Stone, B (2007), « Socially Responsible Investment : Goody-Two-Shoes or Bad to The Bone », *Journal of Investing*, vol. 16, iss.1, printemps, p.96-110.

Hamilton, S., Jo, H., Statman, M. (1993), « Doing Well While Doing Good ? The Investment Performance of Socially Responsible Mutual Funds », *Financial Analysts Journal*, volume 49, N°6, pp 62-66.

Havemann, R., Webster, P. (1999), « Does Ethical Investment Pay ? », *EIRIS research and other studies of ethical investment and financial performance*, Londres, septembre.

Kreander, N., Gray, R. H., Power, D. M., Sinclair, C. D. (2005), « Evaluating the Performance of Ethical and Non-Ethical Funds : A Matched Pair Analysis », *Journal of Business Finance and Accounting*, volume 32, N° 7/8, pp 1465-1493.

Pagès, A. (2006), « Les performances de l'Investissement Socialement Responsable : mesures et enjeux », *Mémoire de fin d'études*, HEC Paris.

Plantinga, A., Scholtens, B. (2001), « Socially Responsible Investing and Management Style of Mutual Funds in the Euronext Stock Markets », *Research Report*, University of Groningen, Research Institute SOM (Systems, Organisations, and Management).

Mallin, C. A., Saadouni, B., Briston, R. J. (1995), « The Financial Performance of Ethical Investment Funds », *Journal of Business Finance and Accounting*, volume 22, N°4, pp 482-496.

Miglietta, F. (2005), « Socially Responsible Investments in Continental Europe : a Multifactor Style Analysis », 10^{ème} symposium de Finance, banque et assurance, Université de Karlsruhe, Allemagne, 14-16 décembre.

Statman, M. (2000), « Socially Responsible Mutual Funds », *Financial Analysts Journal*, volume 56, N°3, pp 30-39.

2- Livre :

DEMARIA C. (2004), « Développement durable et finance », Editions MAXIMA, Paris.

HEDGES, L. V., OLKIN, I. (1985), *Statistical Methods for Meta-Analysis*, London, Academic Press.

SAADAOUY A. (2010), « La performance financière de l'investissement socialement responsable : Cas des fonds socialement responsables français et canadiens », Editions universitaires européennes EUE.