

## Le profil des investisseurs socialement responsables au Maroc

### The profile of socially responsible investors in Morocco

#### 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](mailto:boitimohamed@gmail.com)

#### MUSTAPHA SOUIRI

Professeur de l'Enseignement Supérieur  
Faculté des Sciences Juridiques Économiques et Sociales, Ain chock,  
Université Hassan II, Casablanca, Maroc  
[pidro1001@hotmail.com](mailto:pidro1001@hotmail.com)

**Date de soumission** : 01/02/2020

**Date d'acceptation** : 24/03/2020

**Pour citer cet article** :

BOITI M. & SOUIRI M. (2020) « Le profil des investisseurs socialement responsables au Maroc », Revue du contrôle, de la comptabilité et de l'audit « Volume 4 : numéro 2 » pp : 676 - 701

**Digital object identifier** : <https://doi.org/10.5281/zenodo.3740634>

## Résumé :

Si l'Investissement Socialement Responsable (ISR) est bien connu outre mer, il reste quasiment méconnu en Afrique. Au Maroc, bien que les prémises de ce marché de niche remontent à fin 2005, sa genèse véritable à la Bourse des Valeurs de Casablanca (BVC) n'est pas encore réellement évidente. Ce qui fait qu'il est relativement plus connu des investisseurs institutionnels. Quant au segment des particuliers, il est totalement ignoré et ignorant dans ce domaine. En outre, peu d'études au Maroc ont essayé de comprendre le phénomène même de l'ISR. Pour pallier ce vide, nous avons mené une enquête auprès d'un échantillon De 690 épargnants particuliers. Ainsi, cet article présente une lecture prospective des comportements potentiels des investisseurs particuliers face à l'ISR. Il aboutit à la construction des profils des particuliers susceptibles d'être intéressés par l'ISR et dont l'épargne pourrait, de ce fait, être canalisée vers la BVC dans une logique de dynamisation de notre marché financier et de diversification des sources de financement des Entreprises Socialement Responsables (ESR).

**Mots clés :** Bourse des Valeurs de Casablanca ; ISR ; ISR des particuliers ; profil des investisseurs particuliers responsables ; finance comportementale

## Abstract :

While Socially Responsible Investment (SRI) is well known overseas, it remains almost unknown in Africa. In Morocco, although the premises of this niche market date back to the end of 2005, its true genesis at the Casablanca Stock Exchange (CSE) is not yet really evident. Which makes it relatively better known to institutional investors. As for the segment of individuals, it is completely ignored and ignorant in this area. Furthermore, few studies in Morocco have attempted to understand the phenomenon of SRI. To fill this blank, we conducted a survey of a sample of 690 individual savers. Thus, this article presents a prospective reading of the potential behavior of individual investors towards SRI. It leads to the construction of the profiles of individuals likely to be interested in SRI and whose savings could, therefore, be channeled towards the BVC in a logic of revitalization of our financial market and diversification of funding sources Socially Responsible Enterprises (ESR).

**Key words :** Casablanca Stock Exchange ; SRI ; SRI for individuals ; profile of responsible individual investors ; behavioral finance

## INTRODUCTION :

« *L'investissement socialement responsable représente une "grande opportunité" pour le Maroc d'assurer un développement économique, tout en diminuant les inégalités sociales et en préservant son patrimoine naturel* »

H. BERNOUSSI, Directeur des Investissements,  
Ministère chargé des Affaires Économiques et Générales

Cette citation que nous avons choisie pour entamer notre présent article a un contenu prospectif, dans l'esprit de notre recherche, de même qu'elle est porteuse d'un espoir légitime dans l'avenir de la finance au Maroc grâce à la capacité de celle-ci à muter et à s'adapter aux évolutions de son environnement économique et social.

Cette citation date de décembre 2005 et a été prononcée par son auteur lors de la troisième édition des "Intégrales de l'Investissement" tenue à Skhirat sous le thème de « *L'Investissement Socialement Responsable* », l'ISR (Boiti, 2019). Elle montre que le Maroc, en tant que pays africain, a pris conscience très tôt de l'enjeu essentiel que représente l'ISR pour son développement et l'ouverture de son marché à l'extérieur. D'autres développements interviendront dans ce processus d'adoption de l'ISR au Maroc et aboutiront en septembre 2018 à la création du premier indice ISR à la Bourse des valeurs de Casablanca, BVC.

Au niveau international, on le remarque dans les pays développés, les placements dits « éthiques » étaient les premiers à avoir vu le jour dans les années 1920 alors que les placements « socialement responsables » n'apparaîtront que plus tard, à la fin des années 1980, aux USA et en Grande-Bretagne. Cependant, si l'ISR séduit de plus en plus d'investisseurs institutionnels, le développement du marché des particuliers reste timide. D'ailleurs, peu d'études ont essayé de comprendre ce phénomène. Ce qui nous a incités à étudier les motivations des particuliers pour orienter leur épargne vers ce nouveau créneau à la BVC. La question qui nous anime à ce stade est : **Quel est le profil des investisseurs responsables o la Bourse des Valeur de Casablanca ?**

Pour répondre à cette problématique, nous avons procédé à une enquête auprès d'un échantillon de 690 épargnants particuliers afin de cerner, de façon proactive, les déterminants de leur comportement face à l'ISR. Leur décision d'investir en bourse serait-elle motivée par un niveau plus ou moins prononcé d'éthique ? Seraient-ils plutôt mercantiles et opportunistes ? Autant d'hypothèses que nous étudierons dans cet article. Les critères de

décisions et les profils des investisseurs responsables particuliers constitueront l'aboutissement ultime de notre recherche.

Notre article sera structuré comme suit : d'abord, nous allons procéder à une revue de la littérature sur les motivations rationnelles et comportementales de l'investissement en bourse. Ensuite, nous exposerons la démarche méthodologique utilisée dans le cadre de cette étude. À la fin, nous détaillerons les résultats empiriques de l'étude ainsi que ses implications managériales à l'attention des professionnels de la gestion de fonds.

### **1- Revue de littérature :**

La gestion de portefeuille consiste à constituer un portefeuille en sélectionnant les titres qui vont le composer puis à suivre l'évolution de leur rendement de façon à atteindre les objectifs de performance définis par l'investisseur, tout en respectant ses contraintes, en terme de risque et d'allocation d'actifs. Ce qui pose le problème de détermination des critères qui président au choix des titres composant un portefeuille éthique.

En effet, dans le cas des portefeuilles éthiques, et plus précisément les ISR, la primauté du rendement sociétal l'emporte sur celle du rendement financier. 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, 2004). L'investisseur est alors intéressé par les deux dimensions de la performance : la performance financière mais également la performance extra-financière de l'entreprise. Il privilégie des entreprises jugées socialement responsables et se situe volontairement dans une optique à long terme avec pour objectif de réaliser des plus values financières, mais surtout d'agir par son épargne aussi bien sur l'entreprise dans laquelle il investit que sur le marché dans sa globalité. Ce faisant, il satisfait ses convictions éthiques et ses objectifs financiers. Deux théories peuvent être soulignées à ce niveau : la théorie moderne de portefeuille et la finance comportementale.

### 1.1 La théorie moderne de portefeuille :

La théorie moderne du portefeuille est née en 1952 avec la publication de l'article fondateur de Harry Markowitz dont les travaux ont permis d'aboutir à une théorisation de la diversification optimale du portefeuille boursier. Elle explique comment des investisseurs rationnels, éprouvant une aversion au risque à des degrés différents, utilisent la diversification afin d'optimiser leur portefeuille. Dans le modèle de Markowitz, le rendement d'un actif est une variable aléatoire et un portefeuille est une combinaison linéaire pondérée d'actifs.

Le modèle proposé par Markowitz repose sur la double hypothèse suivante :

- **L'efficience des marchés financiers:** dans un marché suffisamment large, offrant de grandes possibilités de diversification de portefeuille, où l'information est disponible sans frais et sans délai pour tous les acteurs, les investisseurs sont rationnels et réagissent correctement et instantanément à ces informations de telle manière que les prix et les rendements des actifs reflètent, de façon objective et à tout moment, toutes les informations concernant ces actifs ;
- **Le comportement des investisseurs :** ceux-ci sont supposés rationnels et averses au risque. Leurs préférences tiennent compte de deux paramètres exclusifs : le risque et le rendement. De ce fait, ils n'accepteront un niveau de risque plus élevé qu'en contrepartie d'un supplément de rentabilité espérée. Ainsi, si les investisseurs préfèrent les rendements anticipés élevés et évitent les portefeuilles risqués, alors tous les investisseurs devraient choisir des portefeuilles sur la frontière efficiente.

Ainsi, pour Markowitz, le portefeuille offre un rendement idéal lorsqu'il est parfaitement diversifié. Plusieurs combinaisons de titres construites en fonction du couple rendement/risque permettent d'atteindre ce niveau de rendement espéré. L'ensemble de ces portefeuilles dit optimaux, qui maximisent le rendement de l'investisseur pour un niveau de risque donné, se trouvent sur la frontière efficiente. Les portefeuilles en-dessus de cette frontière efficiente sont dits « portefeuilles impossibles » dans la mesure où la surperformance qu'ils permettraient suppose que l'investisseur soit capable de battre le marché par ses arbitrages dans le cadre d'une stratégie active. Par contre, les portefeuilles situés en-deçà de cette frontière efficiente sont sous-efficients dans la mesure où pour un même niveau de risque, ils offrent un rendement inférieur à celui des portefeuilles optimaux. Ils sont par

conséquent inintéressants pour les investisseurs qui par définition sont rationnels : ils cherchent à maximiser le rendement pour un niveau de risque donné ; ou minimiser le risque pour un niveau de rendement espéré ou exigé.

On constate ainsi que le modèle de Markowitz ne définit pas un unique portefeuille optimal mais génère une frontière efficiente comprenant l'ensemble des portefeuilles optimaux. De ce fait, c'est à l'investisseur de choisir son portefeuille optimal en fonction de son rendement cible et de son degré d'aversion au risque.

À partir de là, et en se positionnant dans une optique socialement responsable, les placements de bonne qualité se démarquent de la vision conventionnelle de la rationalité dans la mesure où ils ne sont pas nécessairement ceux qui enregistrent les rendements les plus élevés, mais plutôt ceux qui répondent à l'objectif ESG recherché à travers les placements boursiers des investisseurs engagés, préoccupés beaucoup plus par la destination responsable de leur épargne, tout en gardant un œil vigilant sur le couple rendement/risque du portefeuille.

Justement, le problème se pose pour trouver la meilleure composition de ce portefeuille qui, en plus des deux contraintes traditionnelles rendement/risque respecte les contraintes E.S.G. En effet, pour constituer un portefeuille éthique, une grande importance est accordée aux valeurs morales dans le choix d'investissement. Il s'en suit que les entreprises jugées non vertueuses sont exclues de l'univers des titres potentiels. Ce qui réduit d'autant les possibilités de diversification, condition fondamentale pour l'optimisation des portefeuilles dans le cadre de la théorie moderne de portefeuille. De ce fait, *le portefeuille éthique se situerait en-dessous de la frontière efficiente de Markowitz* : l'investisseur engagé, en excluant de ses choix certaines activités "immorales", supporterait plus de risques, du fait d'une moindre diversification, pour un même niveau de rendement qu'un portefeuille traditionnel largement diversifié.

Cette affirmation pourrait être relativement nuancée dans le cas où l'investisseur choisirait la stratégie « Best in class », en retenant les entreprises ayant les meilleures pratiques dans chaque secteur ; mais, il n'en demeure pas moins que si l'entreprise la plus performante dans un secteur donné est jugée non-responsable, elle sera toujours exclue. Par conséquent, le portefeuille ne sera jamais diversifié à 100%, la diversification sectorielle n'étant alors qu'un bémol de portée limitée.

Quoi qu'il en soit, cette approche de l'investissement en bourse reste fondamentalement opposée aux récentes approches plus empiriques qui tentent de mettre en lumière les mécanismes psychologiques et comportementaux des acteurs du marché financier. Dans ce sens, la finance comportementale serait porteuse d'une meilleure compréhension du comportement des épargnants particuliers sur ces marchés.

## 1.2 La finance comportementale :

Selon Y. Tadjeddine (2013), « Au cours des années quatre-vingt, de nombreux travaux économétriques ont remis en cause l'efficacité des marchés et le modèle de portefeuille optimal. Ces critiques ont fondé un nouveau champ, la finance comportementale, qui réfute la rationalité substantielle et s'appuie sur les travaux cognitifs avec en premier chef la théorie des perspectives de Kahneman et Tversky ».

En effet, outre les dimensions risque et rendement, d'autres éléments influencent aujourd'hui les choix d'investissement en bourse. Ce qui explique et s'explique par l'évolution des comportements des individus en fonction de caractères cognitifs et émotionnels qui leur sont propres. Ainsi certaines personnes seront plus guidées par leur convictions religieuses, d'autres seront plus sensibles à l'impact environnemental de leur épargne, d'autres encore seront plus regardant quant au respect des contraintes sociales ou de gouvernance par les entreprises qui bénéficient de leur épargne. Ce qui conduit à un ensemble de comportements hétérogènes mais cohérents d'un point de vue de responsabilité sociétale.

Si l'on synthétise les travaux sur la finance comportementale, nous pouvons dégager trois hypothèses de base de ce nouveau courant de pensée en finance de marché :

- **La remise en cause de la thèse d'efficacité des marchés :** par opposition à l'hypothèse de base des marchés efficients, cette théorie va chercher à mettre en avant les situations lors desquelles, les marchés ne sont pas rationnels et essaiera d'en expliquer les causes par la psychologie des investisseurs. En d'autres termes, elle va recenser les travers des comportements humains ainsi que leurs effets sur les marchés afin de les utiliser lors de stratégies d'investissement ;
- **L'existence de biais comportementaux :** on peut citer les biais cognitifs (la tendance à extrapoler à partir d'échantillon de taille limitée, à privilégier les informations qui confirment nos croyances initiales, ..) ; les biais émotionnels (favoriser les actifs à qui

l'on associe des affects positifs, fuir les informations déplaisantes, ...); les biais sociaux (les comportements moutonniers, croire à tort que les autres partagent notre point de vue, ...); l'aversion au risque (vendre plus vite ses positions gagnantes que perdantes, privilégier les options qui minimisent le regret présent ou futur, ...);

- **L'inscription environnementale de la décision** : les individus appréhendent les répercussions de leur choix au regard d'un référent, fonction du contexte. L'allocation du portefeuille n'échappe pas à cette contextualisation. De ce fait, le contexte aurait une influence déterminante sur les choix d'investissement de l'individu. En effet, les préférences individuelles sont contingentes à la situation dans laquelle est placé l'individu. Ainsi, l'organisation, la culture, l'état du marché sont des facteurs à considérer pour comprendre certains phénomènes constatés sur le marché.

Longtemps snobée par les partisans de l'approche standard, la finance comportementale s'est imposée grâce à une méthodologie stricte qui lui permet d'éviter les pièges de la psychologie intuitive et aux passerelles qu'elle a su construire entre la psychologie individuelle et les comportements agrégés des marchés. L'apparition récente de modèles comportementaux d'évaluation des actifs devrait rendre possible sa fusion avec le courant classique, de sorte qu'à terme il pourrait ne plus exister de finance à proprement parler comportementale.

L'intérêt de la finance comportementale pour les praticiens des marchés (particuliers et professionnels) est double. D'une part, elle permet de mieux analyser son comportement, de savoir reconnaître les situations à risque et de mettre en place des stratégies de débiaisement (au moins pour certains biais). D'autre part, elle permet de comprendre la dimension psychologique des cycles de marché et, éventuellement, d'appliquer des stratégies qui en tiennent compte.

## **2- Méthodologie et données :**

Le questionnaire a été le moyen que nous avons retenu pour obtenir les informations recherchées auprès des épargnants particuliers toutes catégories socio-économiques confondues. Lors de la phase de conception ce questionnaire, nous avons choisi une seule question centrale que les sous questions permettaient de bien affiner dans le sens que nous avons donné à notre recherche :

« **Avez-vous déjà effectué des investissements à la bourse des valeurs de Casablanca ?** »



Les questions subsidiaires que nous avons formulées étaient simples et exprimées dans un vocabulaire accessible pour faciliter leur compréhension par les personnes interrogées. Par ailleurs, si la question centrale était une *question fermée*, à choix binaire (oui/non), les autres questions étaient ouvertes, à choix multiples, à échelle de valeur et à échelle d'appréciation. Cette grande variation dans la forme des questions visait à éviter que le prospect ressente le questionnaire comme un interrogatoire. Ainsi, nous avons procédé à un mélange enrichissant :

- Des *questions de fait* pour cerner la réalité de l'emploi de l'épargne et de l'investissement en bourse par les particuliers ;
- Des *questions d'opinion* pour permettre aux interrogés d'exprimer leurs convictions personnelles et leurs motivations profondes ;
- Des *questions qualitatives* principalement correspondantes à l'objet extra-financier de notre recherche ; mais également des *questions quantitatives* répondant aux besoins de l'étude économique.

Pour mener à bien cette recherche, nous avons opté pour un questionnaire au format papier, sur une seule page divisée en deux colonnes distinctives, s'adressant à deux catégories d'épargnants : ceux qui investissent déjà à la BVC et ceux qui placent leur épargne dans d'autres supports.

Concernant les premiers, ç.à.d. ceux qui ont déjà investi ou qui investissent toujours en bourse, notre objectif était de déterminer :

- Est-ce qu'il s'agit de *petits ou de grands investisseurs* en bourse ;
- Le type de titres dans lequel ils investissent leur épargne pour en déduire *le pourcentage de ceux qui achètent des actions* ;
- La part des *investisseurs à long terme* ;
- La fraction des *investisseurs engagés* et ceux qui poursuivent un objectif purement financier, et pour les deux catégories, déterminer le *taux de rentabilité exigé* afin de savoir plus tard si les ISR leur permettront d'atteindre ce niveau de rentabilité ;
- Les *secteurs privilégiés* pour l'investissement boursier dans le but de d'optimiser notre univers d'entreprises éligibles, et par la suite constituer notre portefeuille type.

Pour les seconds, ç.à.d. ceux qui n'ont jamais investi en bourse, et qui de ce fait constituent notre autre cible composée d'individus qui ont une épargne et que nous voudrions attirer vers la bourse, nos objectifs étaient les suivants :

- Connaître les *raisons de leur aversion* à la bourse ;
- Recenser les supports de placement alternatifs qu'ils privilégient pour pouvoir *construire un argumentaire* montrant l'intérêt financier et éthique à changer pour les ISR ;
- Détecter leurs frustrations vis-à-vis de l'offre actuelle de produits boursiers dans la perspective de *construire un nouveau créneau* solvable (pour les sociétés de gestion) et rentable (pour les investisseurs), qui répond aux exigences de ces clients potentiels ;
- Déterminer, parmi ces investisseurs potentiels, le pourcentage de ceux qui peuvent être considérés comme des *investisseurs responsables « latents »* ;
- *Construire une offre sur mesure* pour les non investisseurs en bourse actuels pour rentabiliser leur épargne, en fonction de leurs convictions, afin de les encourager à opter pour ce nouveau mode de fructification à long terme de leur épargne.

Globalement, notre premier objectif visait à reconstituer la logique qui préside à la formation de l'épargne des particuliers et à son utilisation, en distinguant les facteurs structurels (convictions, critères de choix, ...) des facteurs stratégiques (durée, supports, ...). Le second objectif était de cerner les paramètres sur lesquels pourrait se baser une offre de fonds de placement de type ISR, par une analyse systématique des préférences et des exigences des épargnants actifs ou non à la BVC.

### **2.1- La méthode d'échantillonnage et de collecte des données :**

Notre recherche se propose comme point de départ une étude empirique des comportements des épargnants particuliers afin de déterminer un lien de causalité entre les convictions personnelles d'un individu au sein d'une société majoritairement musulmane et la nature de ses placements (en fonction des réponses agrégées à notre questionnaire). De ce fait, la variable dépendante dans notre recherche sera « *la décision d'investir en bourse* ». Cette variable, de type "variable nominale", admet deux valeurs différentes : "oui" et "non". Elle dépend en effet de plusieurs autres variables telles que les motivations financières et extra-financières des épargnants, leur degré d'aversion au risque, la prépondérance de leurs convictions religieuses, ... ce qui nous impose de rendre compte de la sensibilité de notre variable dépendante aux variations des variables indépendantes cernées par les questions secondaires de notre questionnaire. Toutefois, il faut garder à l'esprit que le phénomène social étudié s'il peut être mesuré, il le sera avec une certaine marge d'erreur dans la mesure où un comportement humain ne se (re)produit pas toujours sous une forme unique et définitive.

Néanmoins, comme les unités de la population sont sélectionnées au hasard et qu'il est possible de calculer la probabilité d'inclusion de chaque unité dans l'échantillon, on peut, grâce à **l'échantillonnage probabiliste**, produire des estimations fiables, de même que des estimations de l'erreur d'échantillonnage et faire des inférences au sujet de la population globale. Dans ce sens, nous allons utiliser la formule suivante :

$$n = \frac{t^2 p(1-p)}{e^2}$$

Avec :

- **n** : Taille de l'échantillon pour une population mère très grande (infinie)
- **t** : Coefficient de marge déduit du niveau de confiance retenu
- **e** : Marge d'erreur que l'on se donne pour la grandeur que l'on veut estimer
- **p** : Proportion (connue ou supposée, estimée) des éléments de la population-mère qui présentent une propriété donnée. Lorsque p est inconnue, on utilise p = 0,5. (On dit aussi : Probabilité de succès ou probabilité de réalisation positive).
- **1-p** : Probabilité d'échec ou probabilité de réalisation négative.

Ainsi, nous pouvons calculer avec précision la taille de notre échantillon, sous les deux contraintes suivantes :

- Marge d'erreur : **4%**. D'où,  $e = 0,04$  et  $e^2 = 0,0016$ .
- Niveau de confiance : **95%**. D'après la table statistique, le coefficient de marge  $t = 1,96$  et  $t^2 = 3,8416$ .
- Proportion des épargnants dans la population totale : inconnue. D'où, **p = 0,5**.

Dans ces conditions, la proportion réelle à 4% près est de :

$$n = \frac{3,8416 \times 0,5(1-0,5)}{0,0016} = 600,25 \text{ soit } 601$$

Donc, la taille d'échantillon la plus réduite possible, économiquement viable et qui permet de satisfaire le taux de confiance et la marge d'erreur fixés, est de **601 individus**.

**Dans le cadre de notre recherche, notre échantillon interrogé a été de 690 individus.**

Cette taille de l'échantillon peut augmenter le niveau de précision et nous permettre ainsi la généralisation des conclusions que nous voulons faire lors du dépouillement et de l'analyse du questionnaire.

## 2.2- L'extraction des données globales du questionnaire :

Nous pouvons dire, à ce niveau de recherche, que nous menons une analyse univariée du fait que notre analyse statistique fait appel à une seule variable dépendante : « la décision d'investir en bourse ». La valeur que prendra cette variable dépendante sera fonction de la valeur des variables indépendantes.

Ainsi, pour relier le cadre théorique duquel nous nous sommes inspirés à la réalité marocaine que nous avons observé, nous procéderons à une analyse en deux temps :

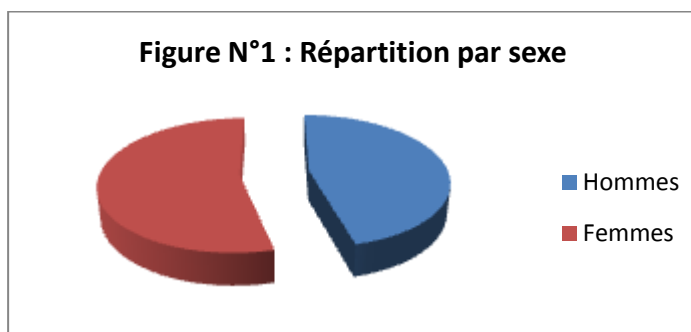
- Un « tri à plat » afin de décrire les fréquences de répartition des modalités de chaque variable. Pour cela, nous allons d'abord procéder à un traitement préalable des questions ouvertes à travers l'analyse du contenu des réponses collectées afin de pouvoir classer ces dernières par grandes catégories. En ce qui concerne les questions fermées, un traitement direct par simple comptage suffira ;
- Une analyse des liens de causalité et/ou corrélations entre les différentes variables afin de dégager une tendance générale et généralisable.

Étant donné que l'acquisition des réponses pour ce questionnaire s'est faite par contact direct entre nous et les questionnés, le risque de se retrouver avec des données erronées ou manquantes a été éliminé. En outre, ce contact direct nous permettait, une fois le questionnaire complété, de faire déborder la conversation sur d'autres questions en rapport avec l'épargne solidaire, soit à l'initiative de l'interrogé désireux de mieux connaître le sujet, soit à notre initiative pour mieux cerner le profil et la démarche des épargnants particuliers. Ces discussions étaient autant enrichissantes que le questionnaire lui-même était complet sans avoir l'aspect et la rigueur d'un questionnaire. En effet, les idées développées par nos interlocuteurs nous permettront de mieux expliquer les résultats statistiques obtenus par des informations purement qualitatives, obtenues à la source, sans avoir besoin de faire des études psychologiques. Ce qui nous pousse à avancer que ce genre de questionnaire, lorsqu'il est envoyé à la population cible par internet, serait moins rentable que s'il est administré directement par un contact en temps réel entre le chercheur et son échantillon.

Notre population cible était constituée d'individus des deux sexes, hommes et femmes. La population que nous voulions observer était celle susceptible d'avoir une épargne. Ainsi, la population observée pouvait de fait comprendre même des membres de la population inactive dans la mesure où il pouvait y avoir des inactifs fortunés désireux d'investir en bourse ou déjà

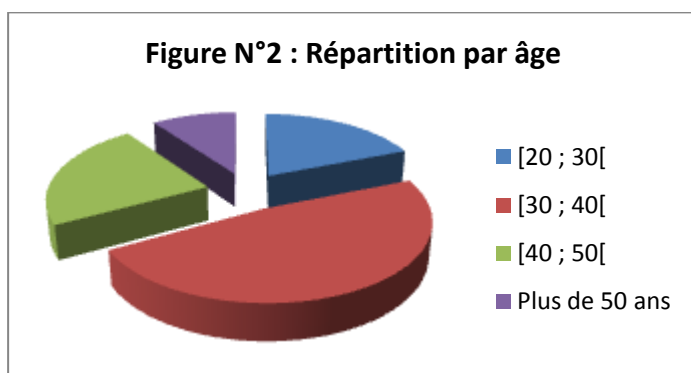
actifs sur la BVC. Ce qui permettrait à notre enquête de tracer une image actuelle de l'état de prise de conscience des épargnants particuliers de l'importance de la RSE ou des éléments extra-financiers comme facteurs déterminants de l'orientation de leur épargne sur le marché financier marocain.

Ainsi, notre échantillon final a été constitué de 690 personnes présentant globalement les caractéristiques suivantes :



Le nombre des répondants était de 690 individus dont 317 hommes, soit 46%, et 373 femmes, soit 54%.

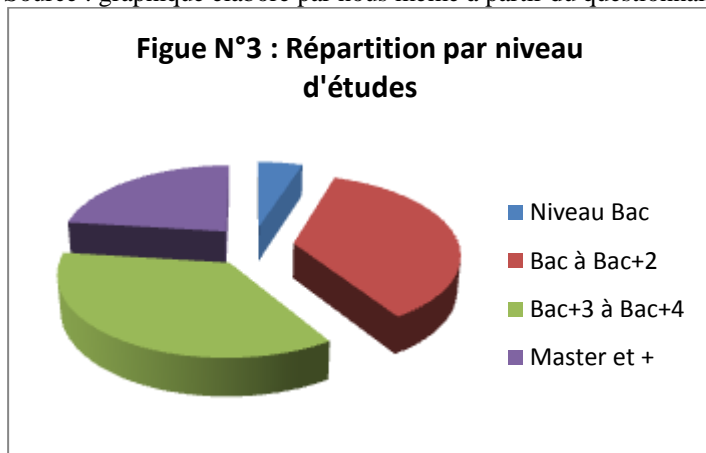
Source : graphique élaboré par nous même à partir du questionnaire



Par âge, la population observée s'est répartie comme suit :

- Entre 20 et 30 ans : 131 répondants, soit 19% ;
- Entre 31 et 40 ans : 331 répondants, soit 48% ;
- Entre 41 et 50 ans : 159 répondants, soit 23% ;
- Plus de 50 ans : 69 répondants, soit 10%.

Source : graphique élaboré par nous même à partir du questionnaire



Selon le diplôme, la population observée s'est répartie comme suit :

- Niveau Bac : 35 répondants, soit 5% ;
- Bac à Bac+2 : 248 répondants, soit 36% ;
- Bac+3 à Bac+4 : 248 répondants, soit 36% ;
- Master et plus : 159 répondants, soit 23%.

Source : graphique élaboré par nous même à partir du questionnaire

### 3- Résultats et discussions :

#### 3.1- Étude du profil des investisseurs responsables particuliers marocains :

Une analyse plus poussée des réponses à notre questionnaire nous permettra de tirer plusieurs conclusions en rapport avec :

- La répartition des épargnants particuliers qui investissent ou non à la BVC selon leur sexe, âge et niveau d'études ;
- Le montant et la durée moyens des investissements en bourse ;
- Les raisons qui poussent ces épargnants à investir ou ne pas investir en bourse ;
- Les critères et les méthodes de choix des placements en bourse et hors marché boursier ;
- Les secteurs privilégiés et le niveau de gains souhaité ou réalisé ;
- Les arguments persuasifs ou dissuasifs de l'investissement en bourse ;
- ...

La spontanéité des répondants pour compléter notre questionnaire s'avère assez enrichissante.

#### ➤ Avez-vous déjà effectué des investissements à la BVC ?

Pour la plupart de nos répondants, cette question était vraiment inattendue. Mais, l'instant de surprise passé, ils se prêtaient volontiers à l'exercice.

Ainsi, sur l'ensemble des 690 répondants, seuls 110 individus, soit **16% de la population observée, déclarent avoir déjà placé leur épargne en bourse.** 55% de ces boursicoteurs<sup>1</sup> sont des hommes alors que 45% sont des femmes.

Parmi les hommes qui investissent leur épargne en bourse, 17% sont âgés entre 20 et 30 ans ; 33% sont âgés entre 30 et 40 ans ; 50% sont âgés entre 40 et 50 ans. Quant aux séniors formant notre échantillon, âgés de 50 ans et plus, ils n'investissent pas en bourse !

Dans notre population masculine observée, 83% de ceux qui investissent leur épargne à la BVC ont un niveau d'étude de Bac+3 à Bac+4, les 17% restants ont le niveau Master ou plus (ingénieur, docteur, ...). Par contre, les "niveaux Bac" et "Bac à Bac+2" n'interviennent pas en bourse.

---

<sup>1</sup> Personne qui achète ou vend de petites quantités de valeurs mobilières en Bourse (www.larousse.fr).

En ce qui concerne les femmes qui investissent en bourse, 80% sont âgées entre 30 et 40 ans et 20% sont âgées entre 40 et 50 ans. Les autres, âgées de 20 à 30 ans et de plus de 50 ans, ne font aucun placement en bourse ! Parmi celles qui ont déjà fait des placements en bourse, 40% ont le niveau d'étude de Bac+3 à Bac+4 et 60% ont le niveau Master ou plus. Comme pour la jente masculine, les femmes de "niveaux Bac" et "Bac à Bac+2" n'interviennent pas en bourse.

Le tableau suivant synthétise les caractéristiques de notre population observée comme suit :

**Tableau 1 : Caractéristiques générales de la population observée des épargnants**

Sexe		Hommes (55%)		Femmes (45%)	
Investissent en bourse		Oui (20%)	Non (80%)	Oui (13%)	Non (87%)
Age	[20 ; 30[	17%	8%	0%	41%
	[30 ; 40[	33%	54%	80%	26%
	[40 ; 50[	50%	17%	20%	27%
	50 ans et plus	0%	21%	0%	6%
Niveau d'études	Niveau Bac	0%	17%	0%	0%
	Bac à Bac+2	0%	41%	0%	41%
	Bac+3 à Bac+4	83%	17%	40%	41%
	Master et plus	17%	25%	60%	18%

Source : élaboré par nous même à partir de l'exploitation des données du questionnaire

De ces données factuelles sur les boursicoteurs marocains, on peut tirer les conclusions suivantes :

- *Les jeunes de 20 à 30 ans investissent très faiblement en bourse.* Cela peut s'expliquer par plusieurs raisons : la faiblesse de leur épargne vu qu'ils commencent dans la vie active, leur revenu n'est pas assez élevé, leur épargne est destinée à faire face aux dépenses liées à un mariage éminent, à acquérir du mobilier ou de l'électroménager ou une voiture ou encore une avance pour l'acquisition de leur premier logement ;
- *Les séniors de 50 ans et plus ne font aucun investissement en bourse.* Cela peut être compréhensible dans la mesure où ils peuvent se dire qu'ils ne sont plus tellement jeunes pour prendre des risques, que l'aventure ne les tente plus et privilégient par exemple des placements fonciers plus surs, que c'est plus le moment de dépenser et de profiter de la vie après tant d'années de travail et de subvention aux besoins des enfants, ou encore préfèrent créer leur propre entreprise afin de capitaliser sur les années d'expérience qu'ils ont pu accumuler ;

- ***Les épargnants ayant le niveau Bac ou Bac à Bac+2 n'investissent pas en bourse.***  
Cette faiblesse du niveau d'études, couplée généralement à de faibles niveaux de revenus, peut expliquer leur désaffection du marché boursier. D'ailleurs, la bourse reste souvent pour la plupart des individus un monde ésotérique, réservé à une élite huppée et bien instruite, capable de comprendre son jargon et ses mécanismes, et qui peut toujours récupérer au cas où elle réaliserait des pertes de capital ;
- ***Les plus actifs sur le marché boursier sont les épargnants âgés de 30 à 50 ans, avec un niveau d'étude Licence, Master ou plus.*** Ces individus sont souvent des cadres en poste dans les secteurs privé ou public, parfois ont des professions libérales ; ont déjà dépassé un premier cap dans leur vie personnelle ; désireux de constituer une épargne à plus ou moins long terme et profiter des niveaux de rentabilité affichés par le marché boursier ; ouverts sur une certaine prise de risque ; ont l'idée que même en cas de perte, ils auront toujours le temps de se rattraper ; ... Ils peuvent comprendre plus facilement les techniques pour faire travailler leur argent en bourse et communiquent plus aisément avec leur banquier ou leur société de bourse. Cela peut même être considéré par certains comme une façon de préparer leur retraite.

Quoi qu'il en soit, on peut constater une corrélation positive entre l'investissement en bourse d'une part ; l'âge et le niveau d'études d'autre part. Le sexe n'a pas tellement d'influence sur la décision ou non d'investir en bourse, même si on peut dire que les hommes sont plus enclin à aller sur le marché financier.

**Pour ceux des épargnants particuliers qui investissent en bourse**, nous avons pu collecter des informations d'une importance certaine. Elles peuvent être résumées comme suit :

- Dans l'ensemble, les montants moyens investis en bourse varient de 3 000 Dhs à 500 000 Dhs ! Un très grand écart qui pourrait s'expliquer par la différence du degré d'aversion au risque propre à chaque individu comme il peut se comprendre par les écarts de revenus entre les différentes catégories socio-économiques questionnées. Cela pourrait également s'expliquer par le fait que lorsqu'un individu débute en bourse, il serait plus prudent en procédant à des "placements-tests". On peut également avancer que la conjoncture économique peut aussi influencer la décision d'investir en bourse dans la mesure où c'est plus probable d'acquérir des titres en période haussière, pour profiter des fruits de la croissance, qu'en période baissière, pour éviter les effets



de la récession. En effet, l'espérance de rentabilité est plus élevée lorsque l'état de l'économie affiche une croissance que lorsque celui-ci est marqué par la récession.

- L'effet d'expérience et/ou la maîtrise des rouages de la bourse peuvent jouer également. En effet, on est plus prudent lorsqu'on a réalisé dans le passé des pertes et inversement. De même, les individus qui travaillent dans le secteur financier sont plus disposés à investir des sommes plus importantes en bourse vu qu'ils ont une meilleure information sur l'évolution probable du marché boursier. Ils peuvent même s'adonner à des études fondamentales et/ou techniques pour prévoir les cours futurs des titres acquis en bourse.
- Sur notre échantillon étudié, 90% de nos répondants déclarent opter pour les actions, les 10% restants placent leur épargne soit en obligations soit en bons de trésor. Cela peut s'expliquer par plusieurs raisons : l'historique et les perspectives de rendement financier sont, de loin, beaucoup plus élevées pour les actions que pour les titres à revenu fixe ; les intérêts rapportés par les obligations/bons de trésor sont fondamentalement mal perçus par les épargnants marocains ;...
- La quasi-totalité de nos "investisseurs en bourse" sont peu sensibles à l'argument "investissement socialement responsable ". En effet, seulement 18% de nos répondants "investisseurs en bourse" déclarent être intéressés par le financement des entreprises socialement responsables. Parallèlement, un peu plus du quart (27%) inscrivent leur placement en bourse sur le long terme. Cependant, si l'on tient compte des déclarations de ceux qui n'investissent pas en bourse, on peut comprendre que la volonté d'investir de manière responsable existe, mais que des efforts de pédagogie, de marketing et d'innovation financière doivent être fournis pour amener les uns et les autres à s'orienter vers ce marché, certes de niche, mais qui a de grandes chances de réussir sur notre BVC. En effet, si on démontre la surperformance de l'ISR à long terme, on pourra attirer les investisseurs boursiers de long terme. De même, en démontrant l'intérêt à investir responsable, conformément aux convictions des non investisseurs en bourse, on pourra en capter une partie non négligeable. Ce qui serait bénéfique pour le financement de l'économie nationale.
- Les priorités de nos boursicoteurs sont sans équivoque : 55% focalisent leur attention strictement sur les critères financiers ; alors que 45% combinent dans leurs choix entre les exigences financières et non financières en se concentrant souvent sur un seul critère non financier, généralement le **social**. On pourrait comprendre cet intérêt

prédominant pour le critère social dans la mesure où ces épargnants sont en majorité des salariés et qu'ils se sentent directement concernés par le respect de la dimension sociale au sein des entreprises.

- Lors de la constitution de leur portefeuille, 55% de nos répondants effectuent un choix personnel ou en demandant l'avis de personnes en qui ils ont une totale confiance, comme les amis ou la famille ; 40% de nos répondants demandent conseil auprès de leur banque ou d'une société de gestion. Seuls 5% investissent en bourse via un OPCVM.

De ce fait, en plus du coût d'acquisition de l'information extra-financière que supporteront les fonds ISR, ils devront prévoir un budget non négligeable à consacrer à la communication pour toucher directement la population cible constituée des investisseurs responsables/engagés potentiels. Ces coûts supplémentaires, non supportés dans le cas des investissements boursiers classiques, devront être amortis sur le long terme rendant ainsi encore plus hypothétique la rentabilité à court terme des ISR. Toutefois, le réseau bancaire étant assez proche de ses clients, l'effort sera plus simplifié pour assurer la distribution des produits ISR et faire adhérer un nombre important d'investisseur à des fonds ISR dédiés. Les OPCVM pourront eux aussi s'introduire sur ce marché ; mais le problème qu'ils devront surmonter sera celui de la masse critique pour pouvoir mutualiser les coûts supplémentaires à supporter et rentabiliser cette nouvelle activité.

- Dans notre échantillon étudié, nous avons trouvé que : 36% des investisseurs en bourse font leurs achats lorsque le marché est baissier, 27% lors d'une IPO, 9% achètent quand le marché est haussier, les 28% restants font leurs achats dans les trois périodes que nous avons indiquées en fonction de leur propre jugement afin de saisir toutes les opportunités qui peuvent se présenter sur le marché.
- Parmi la population d'investisseurs en bourse que nous avons observée, 54% détiennent leurs titres entre 3 mois et 1 an, 28% gardent leurs titres pendant plus d'un an, alors que 18% sont plus sur des durées très courtes ne dépassant pas les 3 mois.
- À quelques exceptions minimales près, toutes les composantes de notre population d'investisseurs en bourse ont été satisfaites du rendement de leurs placements boursiers que ceux-ci soient à court, moyen ou long terme. Un autre constat : 54% de nos répondants investisseurs en bourse déclarent souhaiter un rendement supérieur à 20%, les 46% restants acceptant un rendement inférieur à 20%. Parmi ces derniers,

15% seraient même prêts à investir en bourse lorsque le rendement serait inférieur à 10%.

- Le classement des secteurs privilégiés parmi ceux retenus à l'issue d'un filtre d'exclusion pour des raisons religieuses étaient, selon notre population étudiée : Industrie pharmaceutique (64%) ; Télécommunications (55%) ; Immobilier (55%) ; Bâtiment et matériaux de construction(45%) ; Agroalimentaire, production (36%) ; Distributeurs (27%) ; Loisirs et hôtels (27%) ; Equipements électroniques et électriques (18%) ; Boissons (18%) ; Ingénierie et biens d'équipement industriels (18%) ; Services aux collectivités (18%) ; Matériel, logiciels et services informatiques (18%). Les titres émis par les entreprises représentatives de ces secteurs sont donc susceptibles d'être considérés comme des ISR.

D'un autre côté, lorsque nous avons analysé notre questionnaire, nous avons trouvé que **84% de nos répondants n'ont jamais fait de placement à la bourse des valeurs**. Ce qui confère à cette étude une grande importance à nos yeux. En effet, les réponses apportées par ces individus pourront apporter certainement un début d'éclaircissement quant à cette aversion.

Ainsi, nous avons constaté que 55% des épargnants non investisseurs en bourse le sont pour une raison bien simple : **ils ne connaissent rien à la bourse** ! Donc, une initiation à la bourse est considérée comme un pré-requis par les épargnants avant d'aller sur ce marché. Si ce n'est pas pour constituer soi même son portefeuille, au moins pour comprendre les informations boursières disponibles sur internet ou publiées sur les journaux et à la radio, et ainsi suivre ou estimer l'évolution des titres composant son patrimoine.

Les autres freins à l'investissement en bourse se répartissent comme suit : 24% pensent qu'un investissement boursier est très risqué, 7% estiment que les rendements des titres sont faibles, alors que 14% croient que la bourse est faite pour les riches et qu'elle nécessite des capitaux importants. N'y a-t-il pas la aussi un besoin de vulgarisation pour corriger ces idées fausses reçues ?

Une mine d'informations a été collectée auprès de cette catégorie d'épargnants également :

- 30% de notre échantillon des non investisseurs en bourse placent leur épargne dans des comptes bloqués auprès des banques et 27% préfèrent le placement sur des livrets d'épargne auprès de ces mêmes banques. Parallèlement, 23% investissent leur épargne dans le foncier en achetant des terrains ou des appartements et 7% seulement utilisent leur épargne pour acheter de l'or. Nous trouvons également dans notre échantillon 5%

qui n'ont pas d'épargne et 8% qui recourent à la thésaurisation, évitant tout ce qui peut maculer leur argent.

- 73% des épargnants non investisseurs en bourse avancent comme priorité **la sécurité** comme déterminant de leur choix du mode de placement. Le plus gros du travail sera donc de parvenir à mettre ces épargnants en confiance et les amener progressivement à rediriger leur épargne vers le marché boursier qui est plus rentable même s'il est relativement plus risqué. D'ailleurs, il convient de noter que 22% des épargnants non investisseurs en bourse que nous avons approchés ont une préférence pour **la rentabilité**. De ce fait, un effort de communication et de transparence pourrait suffire à les convaincre d'investir en bourse pour bien fructifier leur épargne tout en apportant leur financement à des entreprises vertueuses. Les 5% restants effectuent leur choix de support d'épargne en fonction de leur **domaine d'activité et/ou d'études** : on s'aventure plus facilement sur un terrain qu'on maîtrise bien ! Et si on leur permettait d'être mieux informés/formés sur le marché boursier et plus précisément les ISR ? ...
- 51% de ces épargnants hors du circuit boursier seraient plutôt intéressés par l'acquisition de titres d'entreprises "qui réalisent le bénéfice le plus élevé" ; alors que seuls 19% ont opté pour des entreprises "qui respectent la sécurité, l'hygiène et les conditions de travail", 13% ont penché pour les sociétés "engagées dans la protection de l'environnement", 11% seraient plus sensibles aux actions citoyennes de l'entreprise comme "l'emploi des stagiaires, la construction des écoles,...". Quant aux entreprises qui focalisent leurs actions citoyennes sur le sponsoring, elles n'attirent que 3% de nos épargnants. Les indécis représentent eux aussi 3% de notre population d'épargnants non investisseurs en bourse.
- 61% de nos épargnants hors bourse estiment que l'ISR doit "respecter la religion, l'environnement, le social, ... mais également réaliser des bénéfices élevés". Par contre, 24% voudraient que les ISR respectent d'abord "les exigences de la religion même si leur rendement baisse" en conséquence. Ils seraient donc disposés à sacrifier une partie de la rentabilité financière pourvue qu'en contrepartie, leurs convictions religieuses soient prises en compte. Enfin, 15% estiment que les ISR doivent respecter l'environnement et les conditions sociales mais à condition que le cout financier induit soit faible.
- 61% de nos épargnants seraient disposés à placer en bourse entre 10% et 50% de leur épargne, tandis que 30% ne consentiront à investir en bourse qu'une petite part de leur

épargne ne dépassant pas dans le meilleur des cas 10%. C'est dire toute l'appréhension qui règne encore vis-à-vis de la bourse au Maroc. En fin, 9% sont prêts à y placer jusqu'à 100% de leur épargne.

Cette analyse de notre questionnaire nous a permis d'approcher les épargnants particuliers, connaître leurs préoccupations, savoir comment ils se représentent la bourse, cerner leurs exigences en matière d'investissement en bourse, ... Ce qui nous permettra en conclusion de dresser un profil de ces épargnants afin de pouvoir concevoir notre stratégie de communication et la composition de notre portefeuille-type ISR, adaptés à l'épargnant marocain.

### 3.2- Le profil des épargnants particuliers marocains :

Pour les épargnants particuliers, on peut distinguer deux démarches d'investissement qui pourraient être qualifiées de "socialement responsable" :

- **Une démarche proactive** : ce sont plutôt des jeunes, niveau universitaire, souvent des cadres, sensibles aux enjeux sociaux et environnementaux, attentifs aux impacts de leur schéma de consommation aussi bien sur leur santé que sur la collectivité. Leur démarche est plutôt *engagée*. Ils sont plus enclins à prendre des risques, vu leur jeunesse, mais en contrepartie, ils sont plutôt exigeants en ce qui concerne la transparence quant à la destination de leur épargne.
- **Une démarche occasionnelle** : c'est la démarche dominante. Ces épargnants n'ont pas un engagement affirmé. Ils sont indifférents quant à l'origine ou aux conditions de production des biens et services qu'ils consomment, vu leur faible niveau de prise de conscience des contraintes ESG. Ils veulent se conformer à leurs convictions tout en réalisant un équilibre entre leur bien être et celui de la collectivité. Ils sont très averses au risque et privilégient d'abord la sécurité de leurs placements.

D'une manière générale, et quelle que soit la démarche privilégiée, on peut catégoriser les épargnants particuliers en **quatre socio-types** :

- **L'épargnant engagé** : c'est un épargnant *audacieux*. Il a un intérêt manifeste pour l'investissement responsable. Il est conscient du rôle que peut jouer son épargne dans le soutien de l'activité des ESR. Il essaye de trouver par lui-même, ou via son entourage et/ou son banquier, des placements rentables et responsables. Toutefois, son intérêt est tempéré par le manque de temps et d'informations. Il est disposé à souscrire

des produits financiers socialement responsables dès lors qu'ils seront disponibles et labélisés.

- **L'épargnant donateur** : il est sensible aux valeurs véhiculées par l'entreprise qui bénéficiera d'un financement via son épargne ; et en même temps, il destine le rendement susceptible d'être réalisé à financer des actions caritatives. Il cherche à effectuer des actions socialement responsables multiples avec la même épargne initiale. Son épargne est donc mobilisée pour faire le bien. Il serait donc disposé à accepter le "surplus" de risque lié à l'ISR du moment que la valeur nominale de son épargne reste intangible. On pourrait le considérer comme un épargnant *dynamique*.
- **L'épargnant responsable** : il a une connaissance superficielle des marchés financiers, surtout à travers sa banque. Ses convictions personnelles le poussent à s'intéresser davantage à la nature de l'activité de l'entreprise que financera son épargne. Son action est ballotée entre le désir de bien faire et la recherche de la sécurité de son placement. Ce qui en fait un épargnant plutôt *équilibré*. Son initiation à la finance de marché pourra se faire soit par un tiers en qui il a confiance, soit par mimétisme lorsque le marché ISR aura fait ses preuves.
- **L'épargnant bienveillant** : à priori, son épargne n'est pas à vocation solidaire. Mais, il serait disposé à l'investir sur le marché ISR du moment que le rendement financier de son placement ne sera pas réduit pour autant. Son engagement peut donc être qualifié de *prudent*. Il serait sensible à toute action marketing lui apportant l'information suffisante pour le mettre en confiance. De même, il est favorable à la mise en place de moyens de contrôle et de sanction adaptés à ce nouveau volet du marché financier. Ainsi, il acceptera volontiers de changer de placement en faveur d'un support socialement responsable ; mais serait réticent à toute augmentation de risque que pourrait lui faire supporter cette action.

### 3.3- Les implications managériales :

Cette étude empirique nous a permis de comprendre que les épargnants particuliers à la BVC pouvaient à l'occasion avoir des exigences socialement responsables, surtout motivés par des considérations d'ordre religieux. De cet ordre d'idées, et pour vulgariser le concept de l'ISR auprès de ce segment, nous nous sommes attelés à produire les arguments financiers, à

l'attention des conseillers financiers, qui permettraient de convaincre nos épargnants-investisseurs d'adopter ce nouvel instrument financier, éthique et rentable, à instaurer sur le marché financier marocain. Ainsi, nous pouvons dire que notre article a une triple vocation :

- **Une vocation exploratoire :** c'est le propre de toute recherche scientifique dans la mesure où nous voulions dégager ou relever les facteurs déterminants la demande et, en corolaire l'offre, de produits financiers socialement responsables sur la BVC.
- **Une vocation explicative :** il s'agit ici d'un effort de pédagogie que nous avons déployé à l'attention des différents acteurs du marché financier marocain. Il vise à démystifier le concept d'ISR et à démontrer l'intérêt d'adopter une démarche responsable sur les plans financier, social, environnemental,... pour tous les intervenants : particuliers, entreprises et sociétés de gestion. En effet, pour réussir l'action de promotion de l'ISR à la BVC, ils doivent tous prendre conscience des retombées positives indéniables qu'ils tireraient de cette opportunité ;
- **Une vocation proactive :** c'est une action dynamique réalisée avec anticipation pour détecter ou devancer l'émergence d'une demande de produits ISR sur la BVC. Ce qui pourrait faire gagner du temps aux acteurs présents sur notre marché financier, aussi bien du côté « sell side » que du côté « buy side ».

Ainsi, les implications managériales de notre recherche concernent tous les acteurs de l'ISR :

- **Pour les épargnants particuliers :** l'enquête auprès des particuliers nous a convaincu que la variable religion était très déterminante dans leurs choix d'investissement conjointement aux variables rentabilité et risque.
- **Pour les sociétés de gestion de portefeuille :** notre recherche leur fournit un exemple pratique, réel et 100% marocain pour juger de l'opportunité d'adopter la gestion ISR. Ces sociétés seront ainsi éclairées sur le pragmatisme d'une telle démarche pour développer leurs activités et attirer de nouveaux clients qui, jusqu'alors, pouvait se trouver en dehors du champ de la finance. Cette recherche fournit à également à leurs commerciaux et conseillers financiers une plus grande visibilité sur l'ISR au Maroc et un argumentaire à développer vis-à-vis de leur clientèle engagée pour les convaincre de l'opportunité de s'orienter vers la bourse ;
- **Pour les sociétés cotées à la BVC :** notre recherche leur démontre qu'ils ont tout à gagner à adopter une démarche responsable de manière anticipée afin d'assurer la rentabilité et la pérennité de leurs sociétés ainsi que la légitimation de leurs activités.

- ***Pour les responsables du marché des capitaux*** : la volonté des autorités financières marocaines d'institutionnaliser l'ISR sur notre marché financier est évidente. La contribution de notre recherche à cet effort est qu'elle peut fournir les justifications nécessaires pour démontrer la pertinence de cette action et inciter tous les acteurs à y adhérer pour favoriser sa réussite. Elle peut fournir également une indication sur les critères à retenir pour un éventuel label ISR dans le prolongement du label RSE octroyé par la CGEM.

Nous pouvons donc constater que notre recherche semble apporter un éclairage assez satisfaisant sur les voies à suivre pour dynamiser et développer la BVC ainsi que sur les sources complémentaires de financement des investissements.

### CONCLUSION :

Si la RSE permet de mettre en exergue les soubassements de l'action citoyenne de l'entreprise, l'ISR sert à dévoiler les déterminants de l'action sociale des épargnants en finance. Ainsi, pour comprendre les motivations des investisseurs marocains engagés, on peut se référer à la sociologie compréhensive de M. Weber (Pharo, 1993). Le point de départ de l'analyse de Weber était le décalage éthique entre les valeurs des religions et le monde existant (ZAERIA, 2018). M. Weber distingue quatre déterminants de l'action sociale : *Le comportement traditionnel* ; *Le comportement affectuel* ; *Le comportement rationnel en valeur* ; *Le comportement rationnel en finalité* (Affilé et al, 2007), Puisque l'investisseur responsable utilise son épargne en fonction de ses convictions et oriente ainsi son investissement vers des secteurs et des activités qui lui paraissent les plus conformes à ses objectifs sociaux, on peut conclure que d'un point de vue théorique, le comportement financier des épargnants marocains est plutôt un **comportement rationnel en finalité** car, avant de décider de l'affectation de son épargne, le particulier compare rationnellement entre les fins économiques et sociales qu'il poursuit, d'une part ; et les différents moyens et supports dont il dispose pour atteindre ses fins de manière efficiente, d'autre part.

Parallèlement, l'ISR est soutenu par un système de valeurs externes au monde financier comme la religion, la morale ou le développement durable, abstraction faite des coûts supplémentaires que cela peut faire supporter à l'entreprise. Il s'agit donc d'une morale extérieure à la finance qui nous permet de conclure que **l'éthique de l'ISR suivrait une rationalité en valeur**. À son tour cette rationalité peut engendrer des effets inattendus qui



découlent « de l'irruption de nouvelles valeurs durant le processus de réalisation qui entrent en conflit avec celles sur lesquelles repose la décision (Cherkaoui, 2004).

D'un point de vue empirique, et en exploitant les données du questionnaire que nous avons analysées, nous pouvons dégager les déterminants suivant de l'action sociale des épargnants particuliers marocains dans le cadre du paradigme de l'ISR :

- Les actions des individus restent fortement imprégnés par leurs valeurs et leur culture ;
- Malgré le fait que le Maroc soit un pays musulman, les épargnants restent d'abord préoccupés par leur confort matériel en cherchant avant tout des placements rentables et moins risqués (quoi de plus rationnel ?) ;
- Parmi l'univers d'investissements potentiellement rentables, les épargnants choisissent ceux qui sont les plus conformes à leurs convictions religieuses pour éviter d'"introduire" de l'argent illicite dans leur patrimoine et qui aurait pour effet de "salir" tout ce patrimoine ;
- La notion d'activisme est quasiment absente de l'esprit des épargnants : leur investissement ne vise en aucun cas à favoriser un secteur d'activité ou à pénaliser un autre. Ils veulent surtout éviter une "richesse illicite" qui pourrait impacter négativement leur vie, celle de leurs enfants et leur relation avec Dieu dans l'au-delà ;
- Pour certains épargnants investisseurs en bourse, toute la plus value réalisée sur la vente des titres en bourse est reversée à des œuvres de charité. Ils justifient cela par le fait qu'ils ne sont pas totalement surs quant au caractère licite des gains qu'ils réalisent à la bourse. D'un autre côté, cela leur permet de faire leur BA sans amoindrir ou maculer leur patrimoine.

En nous référant à la notion d'"*idéal-type*" de Weber, les caractères les plus généraux observables chez tous les types d'épargnants interrogés nous permettent d'ériger l'ordre des motivations des investisseurs responsables comme suit : **sécurité/rentabilité/légitimité**.

Toutefois, une limite inhérente à notre échantillon peut s'avérer un grave biais. En effet, notre échantillon d'épargnants particuliers interrogés est aléatoire. Or, la réalisation d'enquêtes par échantillon aléatoire est particulièrement difficile et onéreuse, pour des avantages de qualité des données qui ne se vérifient pas toujours dans la pratique (Bréchon, 2010).

## Bibliographie :

### 1- Article et revue :

AFFILE B., GENTIL C., RIMBER F. (2007), « Les grandes questions sociales contemporaines », Editions l'Etudiant, p 9

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, N° 4, p : 451- 474

BRÉCHON P., « Échantillon aléatoire, échantillon par quotas : les enseignements de l'enquête EVS 2008 en France », Présentation au colloque francophone sur les sondages, Tanger, mars 2010.

CHERKAOUI. M. (2004), « Le réel et le rationnel. Rationalité et conséquences inattendues chez Max Weber », Revue Européenne des sciences sociales, XLII-129

KAHNEMAN D., TVERSKY A., (1974), « Judgment under Uncertainty : Heuristics and Biases », in Revue *Science*, Septembre 1974: Vol. 185, Issue 4157, pp 1124-1131.

MARKOWITZ H., « Portfolio Sélection », Journal of Finance, Volume 7 N° 1, Mars 1952, pp 77-91

TADJEDDINE Y., « La finance comportementale, une critique cognitive du paradigme classique de la finance », Revue Idées économiques et sociales N° 174, 2013/4, pp 16-25

WEBER M, 2003 [1904-5], *L'éthique protestante et l'esprit du capitalisme*, trad. française, Paris, Gallimard.

ZAERIA H. & GUEDIRA M. (2018), « L'influence des croyances et des pratiques religieuses sur le comportement et la performance », Revue du Contrôle de la Comptabilité et de l'Audit « Numéro 4 : Mars 2018/Volume 2 N° 1 », p : 383-401

### 2- Livre :

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

PHARO P.(1993), « Le sens de l'action et la compréhension d'autrui », Editions l'Harmattan, janvier 1993, pp 14-15