



**HAL**  
open science

## Quand un label en responsabilité sociétale de l'entreprise crée la valeur pour l'actionnaire dans un pays en développement : le cas marocain

Abdelkbir Elouidani, Faical Zoubir

### ► To cite this version:

Abdelkbir Elouidani, Faical Zoubir. Quand un label en responsabilité sociétale de l'entreprise crée la valeur pour l'actionnaire dans un pays en développement : le cas marocain. *Revue Camerounaise de Management*, 2017, 34. hal-02091539

**HAL Id: hal-02091539**

**<https://hal.science/hal-02091539>**

Submitted on 28 Dec 2019

**HAL** is a multi-disciplinary open access archive for the deposit and dissemination of scientific research documents, whether they are published or not. The documents may come from teaching and research institutions in France or abroad, or from public or private research centers.

L'archive ouverte pluridisciplinaire **HAL**, est destinée au dépôt et à la diffusion de documents scientifiques de niveau recherche, publiés ou non, émanant des établissements d'enseignement et de recherche français ou étrangers, des laboratoires publics ou privés.

# QUAND UN LABEL EN RESPONSABILITÉ SOCIÉTALE DE L'ENTREPRISE CRÉE LA VALEUR POUR L'ACTIONNAIRE DANS UN PAYS EN DÉVELOPPEMENT : LE CAS MAROCAIN<sup>1</sup>

**Abdelkbir ELOUIDANI**

*Professeur, HDR*

*Laboratoire d'études et de recherches en  
entrepreneuriat et management des organisations (LEREMOS)  
Université Ibn Zohr Agadir, Maroc  
Courriel : elouidani@gmail.com*

**Faiçal ZOUBIR**

*Chercheur en finance*

*Laboratoire d'études et de recherches en  
entrepreneuriat et management des organisations (LEREMOS)  
Université Ibn Zohr Agadir, Maroc  
Courriel : z.faiçal@gmail.com*

## **Résumé**

*Cette recherche est un réexamen de la relation entre la RSE (Responsabilité Sociétale de l'Entreprise) et la CVA (Création de la Valeur Actionnariale) dans le contexte d'un PED (Pays en Développement). Par la triangulation des arguments de Freidman, de Mc Williams et Siegel et de Freeman, nous déduisons une hypothèse prévoyant une relation non monotone entre la RSE mesurée par l'obtention du label marocain délivré par la CGEM (Confédération Générale des Entreprises du Maroc) et la CVA opérationnalisée par l'EVA (Economic Value Added), l'EP (Economic Profit) et le QTobin (Q de Tobin). Une seconde triangulation de nature méthodologique est effectuée par la combinaison des modèles économétriques paramétriques et non paramétriques, en vue de tester l'hypothèse de recherche sur la population des sociétés cotées à la BVMC (Bourse des Valeurs Mobilières de Casablanca), entre 2006 et 2011. Les résultats obtenus confirment l'existence d'une relation curvilinéaire et suscitent l'interrogation sur la manière dont une labellisation en RSE devient une source pour la CVA dans un PED.*

**Mots-clés :** *Responsabilité sociétale de l'entreprise - Création de la valeur actionnariale - Triangulation théorique - Triangulation méthodologique - Pays en développement.*

## **Abstract**

*This research is a review of the relationship between CSR (Corporate Social Responsibility of the Company) and CVA (Creation of shareholder value) in the context of a developing country (Developing Countries). By triangulation arguments Freidman, of McWilliams and Siegel and Freeman, we derive a hypothesis providing a non-monotonic relationship between CSR measured by obtaining the Moroccan label issued by CGEM (General Confederation of Enterprises of Morocco) CVA and operationalized by three steps are the EVA (Economic Value Added), EP (Economic Profit) and QTobin (Tobin's Q). A second methodological triangulation is performed by the combination of parametric and non-parametric econometric models to test the research hypothesis on the population of companies listed on the BVMC (Securities and Exchange Casablanca), 2006 to 2011. The results confirm the existence of a non-monotonic relationship between the two variables and raise the question of how a CSR label becomes a source of CVA in a developing country.*

**Keywords:** *Corporate Social Responsibility - Creation of Shareholder Value - Theoretical triangulation - Methodological triangulation - Developing country.*

---

<sup>1</sup> Les auteurs remercient les évaluateurs et les relecteurs anonymes dont les remarques pertinentes ont été très utiles pour la rédaction de la version finale de cet article.

## **INTRODUCTION**

Depuis le début de la décennie 2000, le Maroc est engagé dans un processus de réformes centrées sur la dimension humaine connu sous l'appellation : l'Initiative nationale du développement humain (INDH). Ce mouvement de réformes institutionnelles est soutenu par l'ensemble des acteurs publics et privés qui se sont engagés à intégrer progressivement la question de la citoyenneté dans leurs visions et leurs pratiques. En effet, pour participer activement au processus de réhabilitation du capital humain, les entreprises marocaines sont a priori invitées à développer des pratiques de management responsable, au-delà des exigences légales et des pratiques philanthropiques inspirées de la religion ou de la culture locale. C'est dans ce contexte d'innovation entrepreneuriale que le patronat marocain, à l'initiative de la Confédération générale des entreprises du Maroc (CGEM) a créé le premier label marocain de la RSE en 2006. Ce dernier est accordé aux entreprises qui initient des réformes dans leurs pratiques managériales, afin de mieux préserver les intérêts de leurs parties prenantes.

Ce label a été initialement décerné à 5 entreprises, en 2007 ; puis à 75 autres, en 2016. Fondé sur une philosophie utilitariste, le label marocain est une consécration de la responsabilité sociétale de l'entreprise (RSE) dans ses premières formes en tant qu'engagement sociétal dans l'attente d'une récompense pouvant améliorer la création de la valeur actionnariale (CVA). La labellisation RSE et son effet sur la CVA n'a pas encore suscité des travaux de recherche en contexte marocain ; contrairement à ce qui est observé dans d'autres pays en développement, quoique les résultats obtenus dans ces derniers ne révèlent pas toujours une relation positive entre les pratiques RSE et la CVA (Rettab, Brik, & Mellahi, (2009). De plus, la RSE au Maroc n'est plus l'apanage des seules entreprises nationales ou multinationales. Elle concerne davantage un ensemble d'acteurs économiques nationaux et internationaux, depuis que ce pays est devenu une destination privilégiée pour les investisseurs étrangers.

En conséquence, notre recherche se propose de faire un réexamen du lien potentiel entre la RSE et la CVA au Maroc. Elle mobilise de nouvelles approches méthodologiques comme la triangulation des données. Le texte est structuré en deux parties. La première partie propose une revue de littérature sur la relation entre la RSE et la CVA, avec un focus sur l'expérience des pays en développement et principalement le Maroc. Cette présentation débouche sur la formulation des hypothèses de recherche. La deuxième partie présente le cadre méthodologique, en insistant sur l'opérationnalisation des concepts et des variables, le modèle de test, les principaux résultats et leur discussion.

## **PRINCIPALES APPROCHES THÉORIQUES ET EMPIRIQUES DE L'INFLUENCE DE LA RSE SUR LA CVA**

Plusieurs modèles d'analyse contribuent à l'explication de l'influence de la RSE sur la CVA. Ceux-ci peuvent être regroupés en trois catégories : celle de l'influence négative, celle de l'influence positive et celle de l'absence de toute relation entre la RSE et la CVA.

### **Modèles de l'influence négative de la RSE sur la CVA**

Le premier modèle inspiré du courant de la valeur actionnariale est celui de Freidman et Jaggi (1982) pour qui la prise en compte par l'entreprise des principes de la RSE génère des coûts réduisant sa compétitivité(Freidman & Jaggi, 1982). Ces auteurs citent en exemple le cas de l'entreprise qui s'abstient d'augmenter le prix de son produit dans le but de ne pas causer l'inflation, bien qu'elle puisse être bénéfique à la création de la richesse pour les actionnaires.

Le deuxième modèle, préconisé par Preston et Bannon, considère que les dépenses dans la protection de l'environnement ou dans des activités sociales peuvent servir de prétexte aux managers pour justifier le dérapage des coûts dont l'origine est la mauvaise gestion(Preston & Bannon, 1997).

Les modèles libéraux de la RSE sont apparus dans les années 1960, à l'époque où ce concept était confondu avec celui de la philanthropie d'entreprise (Jamali & Mirshak, 2006). Avec l'avènement de la théorie des parties prenantes, la théorisation de la RSE se focalisera sur son importance pour la viabilité à terme de l'entreprise (Mullenbach-Servayre, 2007).

### **Modèles sociaux et élucidation de l'influence positive de la RSE sur la CVA**

Les modèles théoriques qui supposent l'existence d'une relation positive entre la RSE et la CVA forment le courant des parties prenantes. Ces modèles de l'influence sociale (social impact hypothesis) sont le résultat des travaux de différents auteurs (Freeman (R. Freeman, 1984) Shapiro et Cornell (Cornell & Shapiro, 1987)) qui considèrent en général que la CVA dépend de la prise en compte des attentes des parties prenantes.

Les théories du courant des parties prenantes ne confinent pas l'entreprise aux actionnaires, mais y voient un ensemble de parties prenantes. En prenant par exemple la pyramide de Carroll, il est possible de constater que l'entreprise devient responsable devant un ensemble de parties prenantes. Cette conception de l'entreprise permet le développement de modèles où la RSE influence positivement la CVA. C'est le cas dans le modèle de Freeman qui permet à l'auteur de démontrer qu'une stratégie qui néglige les revendications des parties prenantes altère la crédibilité des actions de l'entreprise et peut invoquer sa responsabilité légale (Carroll, 1979). Pour Shapiro et Cornell les parties prenantes de l'entreprise constituent un maillon indissociable qui relie sa stratégie financière et globale. Ces parties prenantes ont des revendications implicites qui dépassent les obligations légales découlant du contrat de travail. En raison donc de leur rôle important dans la formulation de la stratégie financière, la négligence de leurs revendications peut altérer la valeur globale de l'entreprise (Cornell & Shapiro, 1987).

Bien que les modèles découlant de la théorie des parties prenantes soient mobilisés le plus souvent pour expliquer la relation positive entre la RSE et la CVA, d'autres modèles tendent à démontrer l'absence de toute liaison entre les deux concepts.

### **Modèles de la neutralité de la RSE sur la CVA**

Le courant défendant l'absence d'un lien entre la RSE et la CVA se justifie par certains modèles comme celui de McWilliams et Siegel. Selon les auteurs de ces études, l'absence de liens entre la RSE et la CVA peut être le résultat d'une compensation entre ses profits et ses frais (McWilliams & Siegel, 2001). Dans ce sens, Aupperle, Carroll et Hatfield font la synthèse d'un ensemble d'études empiriques dans l'objectif de repérer un consensus sur l'influence de la RSE sur la CVA. Constatant l'absence d'une convergence des résultats, ils avancent que les mesures utilisées pour implémenter la RSE et/ou la CVA connaissent des biais (Aupperle, Carroll, & Hatfield, 1985). McWilliams et Siegel adoptent une méthodologie similaire à celle des auteurs précédents. En effet, en examinant quelques études empiriques de l'influence de la RSE sur la CVA, ils relèvent plusieurs limites méthodologiques essentiellement liées à la spécification des modèles économétriques. Selon eux, les modèles ne contrôlent pas un ensemble de facteurs comme l'effet de l'investissement en recherche et développement. Pourtant, ce dernier influence positivement la valorisation boursière de l'entreprise (McWilliams & Siegel, 2001).

En résumé, les trois courants traitant les répercussions de la RSE sur la CVA ont suscité un ensemble d'études empiriques qui se sont inscrites dans le positivisme méthodologique et dont les auteurs ont adopté la méthode hypothético-déductive. Bien que les tests empiriques des modèles de ces auteurs s'améliorassent d'une étude à l'autre, leurs résultats étaient globalement divergents.

### **RSE et CVA : synthèse de quelques récentes études empiriques**

Dans cette section, nous examinons l'état des lieux de la recherche dédiée à l'influence de la RSE sur la CVA, à travers une synthèse de quelques études empiriques.

Pour la constitution de l'échantillon, nous mobilisons des données dans trois hébergeurs de sites web (*Jstor*, *ScienceDirect* et *Google Scholar*), en nous limitant aux études respectant les critères pertinents suivants :

- Le titre de l'étude comporte les mots clés : responsabilité sociale (Corporate Social Responsibility), création de la valeur (Creation of Value), performance financière (Financial Performance) ;
- L'étude est publiée dans une revue indexée ;
- L'étude est publiée entre 2006 et 2016 ;
- L'étude est effectuée sur des données quantitatives ;
- Limitation à la 10<sup>e</sup> page au niveau du site web de chaque hébergeur.

Ainsi, sur la base de 650 liens d'articles scientifiques examinés, nous identifions 12 articles publiant des études empiriques qui permettent de vérifier l'ensemble des critères d'échantillonnage ((Rettab, Brik, & Mellahi, 2009; Saeidi, Sofian, Saeidi, & Saeidi, 2014; Shen & Chang, 2009; Van-der-Laan, Van-Ees, & Van-Witteloostuijn, 2008) ; Wang, Lu, Kweh, & Lai, 2014 ; (Bousslah, M'Zali, Kooli, & Turcotte, 2006) ;(Aras, Aybars, & Kutlu, 2011; Crisóstomo, Freire, & Vasconcelos, 2011; Eloudani & Zoubir, 2015; Lioui & Sharma, 2012; Mittal, Sinha, & Singh, 2008; Vasal, 2009).

Ces articles sont traités par une analyse de contenu dans laquelle nous nous intéressons à différents critères (date de publication de l'étude ; taille de l'échantillon constitué pour tester la relation entre la RSE et la CVA ; mesure de ces deux concepts ; conditions de contrôle lors des tests ; principaux résultats). Par la suite, nous codifions les résultats de ces études dans un questionnaire et nous les soumettons à des analyses statistiques afin de repérer quelques tendances et associations. Ainsi, nous chercherons à déterminer les mesures les plus utilisées pour opérationnaliser les concepts ; ainsi que pour contrôler la variabilité de la CVA, la pertinence du test employé et les tendances observées dans les résultats obtenus.

L'examen des résultats des 12 études empiriques permet de remarquer que pour opérationnaliser la RSE, la plupart des auteurs ont utilisé des index (42%) et des variables binaires (42%). Celles-ci sont employées essentiellement lorsque l'étude traite de l'influence d'une labellisation RSE sur la CVA. Pour mesurer la CVA, certains auteurs ont privilégié des ratios comptables (41%) et boursiers (41%), alors que d'autres ont fait appel à des échelles de mesure dans un questionnaire (9,1%), ou des indicateurs mixtes (comptables et boursiers). Les mesures comptables de la CVA les plus employées sont la rentabilité économique (ROA) et des capitaux propres (ROE) (utilisées conjointement dans 37% des citations). S'agissant des mesures boursières, le Q de Tobin est le plus choisi (14% des citations). Par contre, l'*Economic Value Added* (EVA) était l'unique mesure mixte employée dans une seule étude.

Pour tester le lien entre la RSE et la CVA, 10 des 12 auteurs des études empiriques ont mobilisé la modélisation économétrique en vue de contrôler certaines variables influençant la CVA. Les variables de contrôle les plus utilisées sont la taille de l'entreprise (31% de citations) ; son niveau d'endettement, sa rentabilité et son secteur d'activité (14% de citations pour chacune) ; son niveau de risque et son âge (10% de citations pour chacune) ; ses dépenses dans les investissements physiques et en recherche et développement (3% de citations pour chacune).

Les résultats des études empiriques échantillonnées sont divergents. En fait, 46% de celles-ci mettent en évidence un effet négatif de la RSE sur la CVA ; 38% trouvent un effet positif ; et 15,4% ne trouvent aucune relation statistiquement significative. Une supposition à propos de la divergence des résultats des études est que dans les pays en développement (PED), l'apparition récente de la RSE ne permet pas encore aux entreprises qui l'adoptent d'en tirer profit en améliorant leur CVA expliquant en conséquence les liens négatifs ou non significatifs identifiés. Nous avons donc créé un sous échantillon de pays en développement (Maroc, Inde, Iran), de pays émergents (Taiwan, Brésil, Émirats arabes), et de pays développés (États-Unis, Turquie). Les résultats montrent que l'influence de la RSE sur la CVA présente trois effets différents, à savoir : l'impact négatif, la neutralité et l'impact

positif. Il est donc probable que nous nous trouvons en face d'une relation non monotone qui change dans le temps.

La récente émergence de la RSE dans les PED explique la rareté des études qui analysent son influence sur la CVA. En outre, l'absence de consensus dans leurs résultats est une source de motivation pour le développement de ce champ de recherche au Maroc qui a connu sa première labellisation de la RSE en 2006.

### **RSE au Maroc : entre philanthropie et développement durable**

C'est le discours royal inaugural de l'INDH qui a formellement posé les jalons de l'institutionnalisation de la RSE au Maroc. En effet, ce discours souligne la volonté du pays d'améliorer l'indice du développement humain. Il invite les entreprises à adhérer à ce projet en devenant plus responsables vis-à-vis de leurs parties prenantes. Une année plus tard, en septembre 2006, la CGEM met en place une commission de labellisation et lui confie le mandat d'élaborer et de mettre en œuvre un référentiel marocain permettant aux entreprises d'améliorer leurs pratiques dans différents domaines : droits des employés ; éthique des affaires ; protection de l'environnement ; droits des actionnaires ; droits de l'homme (Kettani, 2008).

Sur le plan religieux, le Maroc offre un contexte convenable pour le développement de la RSE. En effet, à l'instar des pays dans lesquels le fait religieux joue un rôle important dans les affaires, la religion pourrait être mobilisée pour l'émergence de la RSE (Amaazoul & Hila, 2016) du moins à travers des pratiques philanthropiques consistant à protéger les intérêts des employés et des clients, tout en privilégiant ceux des actionnaires (Jamali & Mirshak, 2006).

Depuis quelques années au Maroc, l'on observe que la RSE ne se réduit plus à de la philanthropie d'entreprise ; dans la mesure où les médias commencent à dénoncer des cas d'entreprises qui transgressent les droits de leurs employés et qui polluent l'environnement (Labaronne & Gana-Oueslati, 2011). Toutefois, cette RSE émergente n'atteint pas encore le niveau requis pour soutenir la participation réelle des entreprises dans le processus du développement durable. En effet, seules les grandes entreprises possèdent les ressources financières et humaines pour initier et mettre en œuvre de véritables démarches de RSE. La principale raison en est que le contexte économique marocain est très majoritairement dominé par les PME et les TPE (El Abboubi & El Kandoussi, 2009). Cette réalité caractérise un ensemble de pays émergents ou en développement en Afrique : Tunisie (Labaronne & Gana-Oueslati, 2011) ; Sénégal (Simen & Ndao, 2013) ; Cameroun (Demuijnck & Ngnodjom, 2012). C'est aussi le cas dans quelques pays européens en transition (Koleva, 2005) ; ainsi que dans différents pays du Moyen-Orient et de l'Asie : Inde (Gautam & Singh, 2010) ; Liban, Syrie et Jordanie (Jamali, Sidani, & El-Asmar, 2008).

Depuis l'émergence du label de la RSE au Maroc, plusieurs entreprises ont engagé des actions correctives pour l'obtenir (5 entreprises en 2007 ; 7 en 2008 ; 75 actuellement). Ce label est décerné à l'issue d'un processus durant lequel l'entreprise candidate doit réaliser un ensemble d'actions correctives dans son organisation interne. Pendant le processus de labellisation, l'entreprise est accompagnée par un expert mis à sa disposition par la CEGM, et doit se soumettre à un audit réalisé par le comité de labellisation mis en place par la Confédération patronale (Kettani, 2008). Sur la base du rapport d'audit, la CGEM décide si l'entreprise peut recevoir le label pour une période n'excédant pas 3 ans, au terme de laquelle, sa situation est réexaminée après un audit de reconduction.

La détention du label RSE de la CGEM est un engagement sociétal par l'entreprise. En effet, s'agissant d'une initiative volontariste, la RSE suppose que l'entreprise s'engage à se préoccuper des intérêts de ses parties prenantes, au-delà des obligations légales (Quairel & Capron, 2013). Le label marocain de la RSE s'inscrit dans cette vision volontariste et n'est pas du tout imposé aux entreprises. Par ailleurs, la RSE dans son acception utilitariste, suppose que l'entreprise déploie des efforts pour préserver les intérêts des parties prenantes, dans l'attente de leur reconnaissance pour améliorer ses bénéficiaires (Mullenbach-Servayre, 2007). Ainsi, le label marocain reflète la RSE dans son acception utilitariste qui se

démarche de la philanthropie. En effet, son obtention intervient à l'issue d'un réel engagement financier pour élaborer et mettre en œuvre des actions de conformité ; en contrepartie d'un ensemble d'avantages pouvant améliorer la CVA. En fait, dès l'obtention du label, l'entreprise peut apposer son logo de labellisation RSE sur ses produits, et elle peut aussi aspirer à quelques avantages financiers (Kettani, 2008).

Ces considérations montrent à quel point un pays africain peut être un terrain de recherche adéquat pour étudier l'influence de la RSE sur la CVA. La pertinence de ce terrain d'étude est justifiée en fait par la possibilité d'étendre les résultats des expériences d'un pays comme le Maroc à d'autres contextes africains, en raison des fortes similarités entre le label RSE de la CGEM et la norme ISO 26 000.

### **RSE et CVA : cadre de référence et justification de l'hypothèse de recherche**

Comme indiqué plus haut, l'examen de la littérature théorique qui traite de l'influence de la RSE sur la CVA, met en exergue trois courants. L'analyse de 12 études empiriques, publiées dans la dernière décennie, donne des résultats qui cautionnent les arguments de chacun des trois courants théoriques. Donc, le potentiel explicatif de ces courants permet de les retenir conjointement pour élaborer l'hypothèse de recherche. De plus, les apports de chacun d'eux sont justifiés dans le contexte d'un pays en développement. En conséquence, notre hypothèse de recherche permet de tester l'influence de la RSE sur la CVA en combinant les apports des modèles de Freidman et Jaggi (Freidman & Jaggi, 1982), Freeman (R. Freeman, 1984) et Mc Williams et Siegel (McWilliams & Siegel, 2001). Dans le cadre de la présente recherche au Maroc, nous justifions le choix de ces trois modèles et nous évaluons les possibilités de leur combinaison dans un même cadre de référence.

L'utilisation des apports des trois approches pour construire une seule hypothèse ne manque pas de risque, eu égard aux arguments de Popper et de Lakatos. En effet, le premier estime qu'en situation de choix entre deux théories concurrentes pour l'explication d'un phénomène, le choix doit porter sur celle ayant les hypothèses de base les plus adaptées au contexte de l'étude (Popper, 2005). Pour Lakatos, la prudence s'impose quant à l'utilisation de plusieurs approches théoriques pour l'explication d'un phénomène. Ainsi, bien que recommandée par les défenseurs de la triangulation des théories, la combinaison de plusieurs approches théoriques doit faire l'objet au préalable d'un examen de leurs hypothèses de base ; afin de s'assurer de leur homogénéité (Lakatos, 1976).

Notre recherche s'intéresse à la relation entre la RSE et la CVA au Maroc. Dans ce pays, la RSE est apparue récemment en tant que démarche institutionnalisée sous l'égide de la CGEM ; et à travers une labellisation dont l'attribution se fait à l'issue d'un processus générateur de charges financières pour l'entreprise. Par ailleurs, si nous étudions les grandes entreprises, et compte tenu de leur structure de propriété, il est possible de dire qu'elles sont des organisations à capital concentré, où deux actionnaires de contrôle exercent un pouvoir supérieur à leur intéressement aux bénéfices en utilisant les participations financières pyramidales (Baze & Bendriouch, 2005; WB, 2010). En plus, les actionnaires de contrôle accaparent la prise de décision en siégeant dans les organes de contrôle et de gestion, et en dominant le vote dans les assemblées générales. Cette situation a poussé plusieurs organismes à tirer des sonnettes d'alarme sur les droits des actionnaires minoritaires (WB, 2010). Donc, il est possible que la labellisation en RSE de la CGEM serve de prétexte pour justifier l'expropriation des actionnaires minoritaires. En outre, le label RSE de la CGEM génère des coûts financiers. Ces charges peuvent ainsi réduire la compétitivité de l'entreprise. Ainsi, l'état des lieux de la structure de gouvernance des sociétés au Maroc et des conditions de la labellisation justifie le choix des arguments de Freidman et Jaggi (Freidman & Jaggi, 1982).

Si nous examinons les conditions d'octroi du label RSE de la CGEM et les avantages qui en découlent, il est possible de supposer que dans le court terme, les avantages de la labellisation ne permettraient pas la compensation de ses charges. En conséquence, l'explication de la relation entre la RSE et la CVA au Maroc, dans le court terme, justifie empiriquement l'intégration du modèle de Mc Williams et Siegel (McWilliams & Siegel, 2001).

Finalement, pour supposer une relation positive entre la RSE et la CVA au Maroc, nous estimons que le modèle de Freeman est le plus pertinent pour deux raisons principalement. D'abord, la RSE en tant qu'engagement libre et au-delà des exigences légales envers les parties prenantes n'est institutionnalisée que depuis 2006 avec le label RSE de la CGEM. Or, avant cette institutionnalisation, des pratiques de RSE existaient bien et davantage sous des aspects philanthropiques. Ainsi, si nous retraçons l'évolution historique de la RSE, il est possible de constater qu'après une phase où le concept était indissociable de la philanthropie, ses premières formes en tant qu'obligations envers les parties prenantes sont apparues dans le sillage du paradigme partenarial.

La seconde raison est inspirée des conclusions tirées de la lecture du guide d'information du label RSE, ainsi que de l'écoute avertie du discours entretenu par l'ex-président du comité RSE de la CGEM lorsqu'il présentait le label. Ainsi le guide commence par une énumération des conditions d'éligibilité à la labellisation, puis énonce ses principes fondamentaux, avant de mettre en évidence les avantages qu'elle offre aux entreprises éligibles. Un regard porté sur ces avantages permet de constater la bijection faite entre d'une part les conditions d'obtention qui entraînent des frais, et d'autre part les prérogatives qui en découlent en termes d'avantages pour la création de CVA.

Par ailleurs, dans la présentation du label par Aziz Qadiri : l'ex-président du comité chargé de son élaboration : il formule que « le label s'inscrit dans la culture marocaine et dans la pratique des anciens chefs d'entreprises qui étaient sensibles à leurs employés, à leur environnement, et qui avaient un esprit philanthropique ». En évoquant l'état des lieux actuel de la RSE au Maroc, l'ex-président du comité RSE de la CGEM a déclaré : « Il est vrai aussi que maintenant les plus jeunes ont bien compris tout l'intérêt de porter ces valeurs pour améliorer leur business et être en phase avec ce qui se fait au niveau mondial » (CGEM, 2015). Donc, dans un contexte où la RSE est sur le point de se démarquer de la philanthropie, c'est le courant des parties prenantes en général et le modèle de Freeman en particulier qui offrent des propositions permettant de faire l'hypothèse de son influence positive sur la CVA (R. E. Freeman, 2010).

### **Formulation de l'hypothèse de recherche**

Dans son modèle théorique, Freeman (1979) affirme que les efforts déployés par l'entreprise pour être socialement responsable lui permettent d'éviter les tensions des parties prenantes qui altèrent la CVA. Pour autant, l'auteur insiste bien sur le fait que le modèle de la RSE qu'il élabore est destiné à permettre aux managers de planifier leurs programmes stratégiques de maximisation de la valeur économique dans le moyen long terme. Toutefois, la RSE qui est un réel engagement pour mieux préserver les intérêts des parties prenantes est un investissement nécessitant des ressources financières comme le précise Carroll (Carroll, 1979). Ces ressources engendrent des charges à répartir, dans l'attente d'éventuels bénéfices. Donc, comme tout investissement, la RSE réduit la CVA avant et juste après son adoption par l'entreprise.

Au Maroc, l'obtention du label RSE de la CGEM dépend d'un ensemble de conformités sur le plan social, environnemental et de la gouvernance d'entreprise (Kettani, 2008). Dans la mesure où le processus de labellisation entraîne un ensemble d'actions correctives génératrices de frais, ce dernier réduit la CVA pendant la phase de préparation de l'éligibilité, et même bien après l'obtention de la labellisation.

Dans les travaux effectués en contexte entrepreneurial marocain, la perception de la RSE par les dirigeants varie entre l'action philanthropique et la préservation de la paix sociale dont la finalité est d'accroître la CVA (El Abboubi & El Kandoussi, 2009; Labaronne & Gana-Oueslati, 2011; M'Hamdi & Trid, 2009; Zirari, 2013). Ce constat général permet d'affirmer que dans le court terme les avantages de la RSE dans un pays en développement comme le Maroc ne peuvent pas être appréciés à travers la reconnaissance par les parties prenantes. En effet, la CGEM insiste sur les avantages de la labellisation qui peuvent être obtenus à différentes occasions (souscription à un emprunt, opérations d'import-export, procédures administratives d'acquittement des charges sociales, etc.). Par conséquent, il faudra du temps pour que les charges supportées à l'occasion de l'engagement dans la RSE

soient récupérées, et que les effets du label sur la CVA soient effectivement observés. En définitive, la construction de la relation entre la RSE et la CVA au Maroc se décline ainsi :  
*H1 : À court terme, la labellisation RSE influence négativement la CVA, avant de l'améliorer à moyen long terme.*

Pour effectuer le test de cette hypothèse, nous utilisons la modélisation économétrique. Il reste à identifier le meilleur modèle pour déterminer les relations non monotones, ainsi que les mesures valides et fiables pour opérationnaliser les concepts de la RSE et de la CVA.

## **MÉTHODOLOGIE ET RÉSULTATS**

Dans cette deuxième partie opératoire de notre recherche, nous présenterons succinctement la variable mesurant la RSE tout en justifiant son choix compte tenu des conditions de validité et de fiabilité requises dans un instrument de mesure. Nous mettrons aussi en évidence les variables retenues pour mesurer la CVA, tout en veillant également à leur validité, à leur fiabilité, et à leur sensibilité. Nous présentons aussi les variables de contrôle qui permettront de stabiliser la variabilité de la CVA causée par d'autres facteurs que la RSE.

### **Opérationnalisation de la RSE**

Au Maroc, le label RSE de la CGEM est apparu en 2006, bien avant certains labels étrangers comme celui du cabinet français Vigeo, ou encore la norme internationale ISO 26 000. L'obtention de ce label est un événement d'un événement instrumenté dans la plupart des études empiriques par une variable binaire. En effet, dans la synthèse des études empiriques effectuées, nous avons trouvé que la majorité des auteurs ont fait appel à la mesure binaire de la RSE lorsqu'elle est appréhendée à travers la labellisation. Dans notre recherche, nous mesurons la RSE par la variable « détention du label RSE de la CGEM » qui est binaire, prenant la valeur 1 si l'entreprise possède ce label et 0 dans le cas contraire.

$$\begin{cases} \text{L'entreprise détient le label RSE de la CGEM: 1} \\ \text{L'entreprise ne détient pas le label RSE de la CGEM: 0} \end{cases}$$

### **Opérationnalisation de la CVA**

L'instrumentation de la CVA produit une variable de réponse qui permet d'avoir une idée de l'impact des pratiques de RSE dans l'entreprise. En conséquence, le choix d'une variable pour mesurer cet impact est crucial. En effet, en plus des exigences de la validité du construit et de la fiabilité de la mesure retenue pour opérationnaliser la CVA, celle-ci doit bénéficier d'une grande sensibilité. En fait, nous estimons que les répercussions de la RSE sur la CVA passent par un ensemble de canaux dont certains ne sont pas mesurables. Par conséquent, si la mesure n'est sensible qu'aux charges, elle sera négativement influencée au début du processus de labellisation de la RSE. Dans ces conditions, elle ne parviendrait pas à capter ses effets sur la CVA à travers des canaux de transmission comme la satisfaction du personnel et des clients, ou par l'entremise de son l'amélioration de l'image de marque de l'entreprise. Par ailleurs, une mesure « très sensible » (comme c'est le cas pour les mesures boursières) qui affichera une hausse (ou une baisse) de la CVA au moment de l'obtention du label, pourrait occulter les effets de la RSE sur la CVA dans le moyen et le long terme.

Sur le plan de la validité du construit, seules les mesures de la seconde génération prennent en compte le contenu et les dimensions de la notion de valeur. En effet, il s'agit de la valeur créée pour l'actionnaire après la déduction de tous les frais y compris le taux de rentabilité exigé par ce dernier. Par conséquent, les mesures réputées de la performance financière comme le ROE et le ROA ne respectent pas la condition de la validité du construit. Au niveau de la fiabilité, une mesure de la CVA doit être peu affectée par les facteurs qui la rendent très volatile d'une entreprise à l'autre, et qui en font une mesure facilement influençable par les erreurs de la mesure. Or, les mesures comptables sont

sujettes à la créativité comptable qui peut différer d'une entreprise à l'autre selon le secteur d'activité, le style de management et des facteurs propres à l'entreprise (relation avec les pouvoirs publics).

Par ailleurs, la fiabilité des mesures fondées totalement sur le cours de l'action en bourse reste dépendante de l'hypothèse de l'efficacité du marché et de la rationalité des investisseurs en bourse. Soulignons que le marché financier marocain est peu développé, au regard de sa liquidité et de sa contribution au financement de l'économie. En outre, si nous nous référons à des indicateurs de la qualité de la gouvernance institutionnelle comme ceux de Kaufmann, Kraay et Mastruzzi (Kaufmann, Kraay, & Mastruzzi, 2010) il est possible de qualifier le Maroc de pays à qualité institutionnelle moyenne. Cet état des lieux condamne les mesures comptables de la CVA, ainsi que les mesures purement boursières. Ainsi, nous utiliserons trois variables pour opérationnaliser la CVA et nous contrôlerons l'effet d'un ensemble de facteurs qui les influencent. Les mesures de la CVA choisies sont l'*Economic Value Added* (EVA), l'*Economic Profit* (EP) et le Q de Tobin. En fait, celles-ci matérialisent la CVA, car elles donnent la valeur finale créée pour l'actionnaire après le retranchement de toutes les charges y compris le coût du capital.

### **Variables de contrôle de la CVA**

Pour contrôler la variabilité des mesures de la CVA, nous intégrerons un ensemble de variables relatives à la politique financière, commerciale et industrielle de l'entreprise ; à sa structure du capital ; à son système de gouvernance ; et à son secteur d'activité. Ces variables seront mesurées à partir des données de panel des entreprises cotées à la Bourse des valeurs mobilières de Casablanca (BVMC), entre 2006 et 2011. Le choix de cette période est guidé par deux contraintes temporelles. D'abord, une année avant l'obtention du label par les 5 premières entreprises en 2007 (une année est la période requise pour effectuer les actions correctives afin d'être éligible). Ensuite, un délai de 5 années après l'obtention du label (période minimale requise pour apprécier l'impact du label de la RSE sur la CVA, sur le moyen long terme).

Nous rassemblons les données de l'ensemble des entreprises dont les actions sont échangées pendant au moins 2 semestres, et qui n'ont pas connu d'événements entraînant la suspension de la cotation de leurs actions pendant plus d'un semestre. Ainsi, nous avons un panel non cylindré offrant 308 observations. Le tableau 1 présente une synthèse des variables de l'étude.

**Tableau 1: Variables et source des données**

Concept	Variable	Mesure	Source des données
<b>RSE</b>	Détention du label RSE de la CGEM (RSE)	$\begin{cases} \text{L'entreprise détient le label RSE de la CGEM: 1} \\ \text{L'entreprise ne détient pas le label RSE de la CGEM: 0} \end{cases}$	Liste des sociétés labellisées RSE de la CGEM
<b>CVA</b>	Q de Tobin (QTobin)	$\frac{\text{Valeur du marché des actions} + \text{Valeur comptable de l'ensemble des dettes}}{\text{Valeur comptable de l'ensemble des actifs}}$	Site web de la BVMC
	Economic Value Added (EVA)	$\frac{\text{Résultat Opérationnel} \times (1 - \text{Taux impôt})}{\text{Capitaux Investis (Capitaux propres + Dettes financières)}} - \text{Coût Moyen Pondéré Capital (CMPC)}$	États financiers Site web de la BVMC
	Economic Profit (EP)	$\frac{\text{Résultat Net}}{\text{Capitaux Propres}} - \text{CMPC (calculé par le MEDAF)}$	États financiers Site web de la BVMC
<b>Variables de contrôle</b>			
<b>Politique financière</b>	Niveau d'endettement (Dette)	$\frac{\text{Dettes financières}}{\text{Capitaux Propres}}$	États financiers
	Augmentation du capital (AugCap)	$\begin{cases} \text{Augmentation du capital par émission de nouvelles actions en décembre: 1} \\ \text{Aucun changement du capital: 0} \end{cases}$	Site web de la BVMC Notes d'information aux investisseurs
<b>Politique dividende</b>	Taux de distribution (Dividende)	$\frac{\text{Dividendes}_{(t-1)}}{\text{Résultat net}_t}$	États financiers
<b>Politique industrielle</b>	Recherche et développement (RechDev)	$\frac{\text{Dépenses en R\&D}}{\text{Total des actifs}}$	États financiers
	Investissements physiques (Investissement)	$\frac{\text{Dépenses en acquisition des immobilisations physiques}}{\text{Total des actifs}}$	États financiers
	Croissance interne (Croissance)	$\frac{\text{Chiffre d'affaire}_t - \text{Chiffre d'affaire}_{(t-1)}}{\text{Chiffre d'affaire}_{(t-1)}}$	États financiers
	Croissance externe (Diversification)	Nombre de secteurs d'activité dans lesquels l'entreprise possède une filiale	Rapports annuels
	Taille de l'entreprise (Taille)	$\text{Log. népérien}(\text{Total des actifs})$	États financiers
<b>Structure capital</b>	Pouvoir du premier actionnaire (PouvAct)	Fraction des droits de vote d'au moins 10% que possède le plus grand actionnaire ultime	Rapports annuels Notes d'information
	Faible intéressement de l'actionnaire de contrôle (FaibleInteres)	Nombre de sociétés entre le plus grand actionnaire de contrôle et l'entreprise	Site web de la BVMC Rapports annuels Notes d'information
	Nombre des actionnaires de contrôle (NombreAC)	Nombre des actionnaires possédant chacun au moins 10% des droits de vote	Rapports annuels Notes d'information
	Coopération entre les actionnaires de contrôle (Investissement)	$\begin{cases} \text{Existence d'un pacte ou d'une action de concert entre au moins 2 actionnaires de contrôle: 1} \\ \text{Absence de coopération entre les actionnaires de contrôle: 0} \end{cases}$	Site web de la BVMC Rapports annuels Notes d'information
<b>Organe de gouvernance</b>	Taille de l'organe de gouvernance (conseil d'administration ou de surveillance) (TailleCA)	$\text{Log. népérien}(\text{Administrateurs dans le conseil d'administration ou de surveillance})$	Rapports annuels Notes d'information
	Indépendance de l'organe de gouvernance (IndpCA)	$\frac{\text{Nombre des administrateurs ne représentant aucun actionnaire de contrôle et non dirigeants ou employés}}{\text{Nombre des administrateurs}}$	Rapports annuels Notes d'information
	Dualité entre le contrôle et la prise de décision dans l'organe de gouvernance (DualCA)	$\begin{cases} \text{Dissociation des fonctions de Président du conseil d'administration et du directeur général: 1} \\ \text{Association des deux fonctions: 0} \end{cases}$	Rapports annuels Notes d'information
	Existence du comité d'audit (ExisAuditCA)	$\begin{cases} \text{Existence du comité d'audit dans le conseil d'administration ou de surveillance: 1} \\ \text{Absence du comité d'audit: 0} \end{cases}$	Rapports annuels Notes d'information
<b>Caractéristiques du secteur d'activité</b>	BTP TIC Transport Industrie Lourde Mine Holding et Gestion des portefeuilles	$\begin{cases} \text{Appartenance de la société au secteur d'activité: 1} \\ \text{Appartenance de la société à un autre secteur d'activité: 0} \end{cases}$	Site de la BVMC Rapports annuels Notes d'information

Source : Auteurs

## Spécification du modèle économétrique

La spécification du modèle de test est une étape notable dont dépend la validité externe des résultats (Gujarati, 2004). Dans notre recherche, cette spécification permet d'avoir le modèle pour tester l'hypothèse de recherche. Nous commencerons d'abord par représenter la relation entre la CVA et les variables qui peuvent l'influencer. Par la suite, nous déterminerons parmi celles-ci, les déterminants de la RSE afin de contrôler son l'endogénéité. Finalement, nous mettrons en évidence la méthode économétrique qui permet de tester l'existence d'une relation non monotone entre la RSE et la CVA.

La CVA dépend d'un ensemble de facteurs. En effet, elle est influencée par la politique financière de l'entreprise : financement par endettement ou par augmentation du capital (Durand, 1952; Michael C Jensen & Meckling, 1976; Modigliani & Miller, 1963; Myers & Majluf, 1984; Ross, 1977; Stiglitz & Weiss, 1981); par sa politique de dividende (Grossman & Hart, 1982; Litzemberger & Ramaswamy, 1979); d'investissement (en biens physiques et/ou en recherche et développement) et par sa politique industrielle (croissance interne et externe) (Porter & Mirailles, 1993). Elle est déterminée par les caractéristiques de la structure du capital (Bloch & Hege, 2004; Chemla, Habib, & Ljungqvist, 2007; Demsetz & Villalonga, 2001; Michael C Jensen & Meckling, 1976; Shleifer & Wolfenzon, 2002); du système de gouvernance (Charreaux & Pitol-Belin, 1990; Michael C. Jensen, 1993; Lipton & Lorsch, 1992); et des spécificités du secteur d'activité (Caby & Hirigoyen, 1997). Par ailleurs, la RSE est influencée par la taille de l'entreprise, par son secteur d'activité (cycle de vie des produits/services), par ses ventes, ses dépenses en recherche et en développement, et par sa croissance interne et externe (McWilliams & Siegel, 2001). Elle dépend aussi des caractéristiques du système de gouvernance d'entreprise (Jo & Harjoto, 2012), de la structure du capital et du niveau d'endettement (Coffey & Fryxell, 1991; Graves & Waddock, 1994; Li & Zhang, 2010; Oh, Chang, & Martynov, 2011).

Le modèle permettant de tester l'hypothèse de recherche est présenté dans le système d'équation n°1.

### Systeme d'équation 1: Modèle économétrique

$$\begin{aligned}
 CVA_{it} &= \alpha_1 + \alpha_2 \cdot Dette_{it} + \alpha_3 \cdot AugCap_{it} + \alpha_4 \cdot Dividende_{it} + \alpha_5 \cdot Taille_{it} + \alpha_6 \cdot Investissement_{it} + \alpha_7 \cdot Croissance_{it} + \alpha_8 \cdot RechDev_{it} + \sum \alpha_j \cdot Secteur_{it_j} \\
 &\quad + \alpha_{10} \cdot Diversification_{it} + \alpha_{11} \cdot PouvAc_{it} + \alpha_{12} \cdot CoopAc_{it} + \alpha_{13} \cdot FaibleInters_{it} + \alpha_{14} \cdot NombreAc_{it} + \alpha_{15} \cdot TailleCA_{it} + \alpha_{16} \cdot DualCA_{it} \\
 &\quad + \alpha_{17} \cdot ExisAuditCA_{it} + \alpha_{18} \cdot IndpCA_{it} + \alpha_{19} \cdot CVA_{i(t-1)} + \alpha_{20} \cdot RSE_{it} + \alpha_{21} \cdot RSE_{i(t-1)} + \varepsilon_{1it} \\
 RSE &= \beta_1 + \beta_2 \cdot Taille_{it} + \beta_3 \cdot Dette_{it} + \beta_4 \cdot Risque + \sum \beta_j \cdot Secteur_{it_j} + \beta_6 \cdot PouvAc_{it} + \beta_7 \cdot CoopAc_{it} + \beta_8 \cdot FaibleInters_{it} + \beta_9 \cdot NombreAc_{it} \\
 &\quad + \beta_{10} \cdot TailleCA_{it} + \beta_{11} \cdot DualCA_{it} + \beta_{12} \cdot ExisAuditCA_{it} + \beta_{13} \cdot IndpCA_{it} + \beta_{14} \cdot CVA_{it} + \beta_{15} \cdot RSE_{i(t-1)} + \varepsilon_{2it}
 \end{aligned}$$

Source : Auteurs

Pour estimer les paramètres de ce modèle, nous utilisons deux méthodes : celle de Blundell et Bond (GMM) et de Hausman Taylor (HT) (Blundell & Bond, 1998; Blundell, Bond, & Windmeijer, 2000; Mátyás & Sevestre, 2008). En effet, les deux méthodes portent sur un système d'équations, contrôlent les effets individuels et prennent en compte des variables qui sont stables pour chaque individu comme le secteur d'activité. Afin de les employer, il a été nécessaire de s'assurer que les variables échantillonnent des processus aléatoires de type autorégressif d'ordre 1. Pour ce faire, nous avons effectué le test de la racine unitaire de Maddala (Hurlin & Mignon, 2005) et ceux de la stationnarité de Box et Jenkins (Boxe, Jenkins, & Reinsel, 2008). Ces tests ont révélé que les variables correspondent pour leur quasi-totalité à des processus autorégressifs d'ordre 1, autorisant l'emploi des deux estimateurs. Les principaux résultats de l'utilisation de ces deux estimateurs sont présentés dans le tableau 2.

Afin d'accroître la validité externe des résultats, nous avons examiné la relation entre la RSE et la CVA par une méthode appartenant au courant de l'économétrie non paramétrique. En effet, les méthodes qui s'y inscrivent présentent l'avantage d'abandonner

certaines hypothèses restrictives comme la normalité des variables étudiées. Par ailleurs, ce sont des méthodes prédictives et performantes pour détecter les relations non monotones (Ahamada & Flachaire, 2008). Ainsi, nous utiliserons la régression locale pondérée (*Lowess Smoothing*) de la CVA sur la variable âge de la RSE qui est le nombre d'années de possession du label de la CGEM. Les résultats des deux méthodes paramétriques (tableau 2) et de la méthode non paramétrique (figure 1) sont discutés dans le point suivant.

### **Principaux résultats et discussions**

Les résultats des estimations par la méthode de Blundell et Bond (GMM1, GMM2 et GMM3) montrent que l'effet positif attendu du label RSE de la CGEM sur la CVA requiert du temps après l'obtention du label. Certes, pendant la première année de la labellisation, l'entreprise connaît une destruction de la valeur actionnariale qui se matérialise par une baisse de sa rentabilité d'exploitation (avec un effet négatif et statistiquement significatif sur l'EVA) et financière (effet négatif et statistiquement significatif sur l'EP). Or, à partir de la troisième année de son obtention, le label RSE devient une source de CVA. Ainsi, puisque les frais de la labellisation sont généralement des charges d'exploitation, l'effet négatif du label RSE de la CGEM sur la rentabilité opérationnelle de l'entreprise est plus persistant en comparaison avec son influence sur le résultat net. En effet, il faudra à l'entreprise environ 2 années à compter de la date d'obtention du label, pour voir croître la valeur créée au bénéfice des actionnaires (EP). Alors que la valeur créée, pour les apporteurs des fonds permanents (EVA), requiert plus de 2 années pour réagir positivement et significativement à l'obtention du label.

L'événement de la labellisation RSE de la CGEM est positivement perçu par les investisseurs à la BVMC, au regard de son effet sur le Q de Tobin. En fait, dès la communication de cette information, l'entreprise connaît une amélioration de sa valorisation boursière qui perd toute significativité une année après l'obtention du label. Ainsi, il est possible d'affirmer que le label RSE de la CGEM est un moyen pour une signalisation réussie aux investisseurs à la BVMC. En d'autres termes, la labellisation RSE de la CGEM est l'un des moyens efficaces pour une signalisation sur la bonne situation financière de l'entreprise et la disponibilité des ressources.

Donc si la labellisation RSE de la CGEM requiert du temps pour améliorer la richesse des actionnaires au Maroc, qu'en est-il de son effet global sur la CVA ? Pour répondre à cette question, nous additionnons les effets de la RSE sur la CVA pendant la première et la seconde année de l'obtention du label. Ainsi, si la CVA est mesurée par l'EVA et l'EP, l'effet global de la labellisation RSE après au moins deux années de l'obtention du label est négatif (il est par exemple de -0,052 sur l'EVA) ; alors qu'il est positif sur la valorisation boursière de l'entreprise.

Pour connaître la signification statistique de l'effet global de la labellisation RSE sur la CVA, nous nous basons sur les résultats de l'estimation du modèle par la méthode de Hausman Taylor. Celle-ci permet de dire qu'à partir de la deuxième année après la date d'obtention du label, les charges qui pesaient sur la valeur actionnariale au début du processus de la labellisation commencent à être compensées par les avantages attendus. En effet, après cette période, l'effet de la labellisation sur la CVA qui a été négatif pendant la première année, devient non significatif sur le résultat d'exploitation (EVA) et sur le résultat net (EP). De l'autre côté, l'importance de la signalisation consécutive à l'obtention du label RSE qui accroît significativement la valeur des actions de l'entreprise sur le marché financier, perd sa consistance une année après l'obtention du label. Ainsi, pour résumer, nous pouvons affirmer que l'effet de la labellisation RSE de la CGEM peut s'expliquer par les arguments des trois courants théoriques du cadre de référence ; d'où l'utilité et la pertinence de la triangulation théorique présentée dans la première partie du texte.

**Tableau 2: Synthèse des résultats de l'estimation des paramètres du modèle par la méthode GMM et de HT**

	Estimateur GMM Blundell et Bond			Estimateur de Hausman Taylor		
	GMM1 <i>EVA<sub>it</sub></i>	GMM2 <i>QTobin<sub>it</sub></i>	GMM3 <i>PE<sub>it</sub></i>	HT1 <i>EVA<sub>it</sub></i>	HT2 <i>QTobin<sub>it</sub></i>	HT3 <i>PE<sub>it</sub></i>
<i>CVA<sub>i(t-1)</sub></i>	0,501187***	0,4379664***	0,0842407***			
<i>RSE<sub>it</sub></i>	-0,0723027**	0,4845452***	-0,5140621***	-0,0460903	0,5497255	-0,0471054
<i>RSE<sub>i(t-1)</sub></i>	0,0202575	0,46991	0,2987486**			
<i>IndpCA<sub>it</sub></i>	0,1117674	-0,5289969	-0,1929472	0,0321048	-5,932112	0,0325261*
<i>ExisAuditCA<sub>it</sub></i>	-0,0103097	0,1606038	0,0290596	-0,0206992	-1,112085	0,0398721
<i>DualCA<sub>it</sub></i>	0,0304876	0,05101	-0,1288789***	-0,0206996	-0,803134	0,02025
<i>TailleCA<sub>it</sub></i>	-0,0095198	0,5850421*	-0,0053268	-0,0254566	0,82388	-0,1358822
<i>Dette<sub>it</sub></i>	-0,0007323***	0,000787	-0,0617428***	0,0000344	0,0043749	-0,0621818***
<i>AugCap<sub>it</sub></i>	-0,0039247	-0,2092169	-0,0981314***	-0,0223443	0,4500179	-0,0645264
<i>Dividende<sub>it</sub></i>	0,0060925***	-0,0112989	0,008302***	0,011838***	0,0199633	0,005183
<i>Taille<sub>it</sub></i>	0,0072314	0,001279	-0,0191973	0,0092974	-1,187268**	0,0264847
<i>Investissement<sub>it</sub></i>	0,0975674	0,4189877	0,2024606	0,0588408	-0,307931	0,3336228
<i>Croissance<sub>it</sub></i>	0,0018406**	-0,008879*	-0,0022151***	0,0003665	-0,0014133	-0,0005103
<i>RechDev<sub>it</sub></i>	-0,0642816	2,835197	-1,473757**	-0,0371357	1,523231	0,0178015
<i>Diversification<sub>it</sub></i>	-0,0096547	-0,864381	0,0432021	0,0051134	-0,0416108	0,0178015
<i>PouvAci<sub>it</sub></i>	-0,174095**	-0,3027124	-0,1249601	0,1016592*	2,840132***	0,0152108
<i>CoopAC<sub>it</sub></i>	-0,0794369**	-0,59843*	-0,1136816	-0,0564306*	1,992369*	-0,0118224
<i>FaibleInters<sub>it</sub></i>	-0,021646**	0,0156876	-0,0312313*	-0,0044193	-0,863526	-0,0065748
<i>NombreAC<sub>it</sub></i>	0,0067536	-0,1579123	0,0019516	0,0326028***	0,0853418	0,0367113
<i>IndustrieLourde<sub>it</sub></i>	0,1507469***	0,3118928	0,0093385	-0,0120196	1,0501	0,0240714
<i>Mines<sub>it</sub></i>	-0,1035029	0,7057677	-0,0182864	-0,0527994-	-0,6640459	0,1236533
<i>BTP<sub>it</sub></i>	-0,100332	-0,2975184	0,0402899	0,1693951***	3,415085**	-0,1246247**
<i>TRS<sub>it</sub></i>	-0,367081	2,916137	0,1187285	-0,0070558	-4,245904***	0,0690101
<i>TIC<sub>it</sub></i>	-0,0807341	0,772167	-0,0774306	0,072781	-1,111585	0,1582608*
<i>Holdering<sub>it</sub></i>	-0,2312849	1,063521*	0,1068333	-0,2111383***	2,022225	-0,1859454**
<i>Constante</i>	Non calculée	0,0554782	0,6186345	-0,2267418	24,26516**	-0,4780558
<i>Nombre d'instruments</i>	127	181	150			
<i>Observations</i>	247	247	247	299	300	299
<i>Tests de Wald</i>	1,12.10 <sup>8</sup> ***	41196,68***	796497,72***	365,2***	360,27***	6814482,32***
<i>Test de Sargan</i>	34,15087	38,34858	33,83076			
<i>Test d'Arellano et Bond</i>						
<i>AR(2)</i>	0,44123	-0,70828	-1,5494			
<i>Génération des résidus</i>	Deux étapes	Une étape	Deux étapes			

\* : p < 10% \*\* : p < 5% \*\*\* : p < 1%

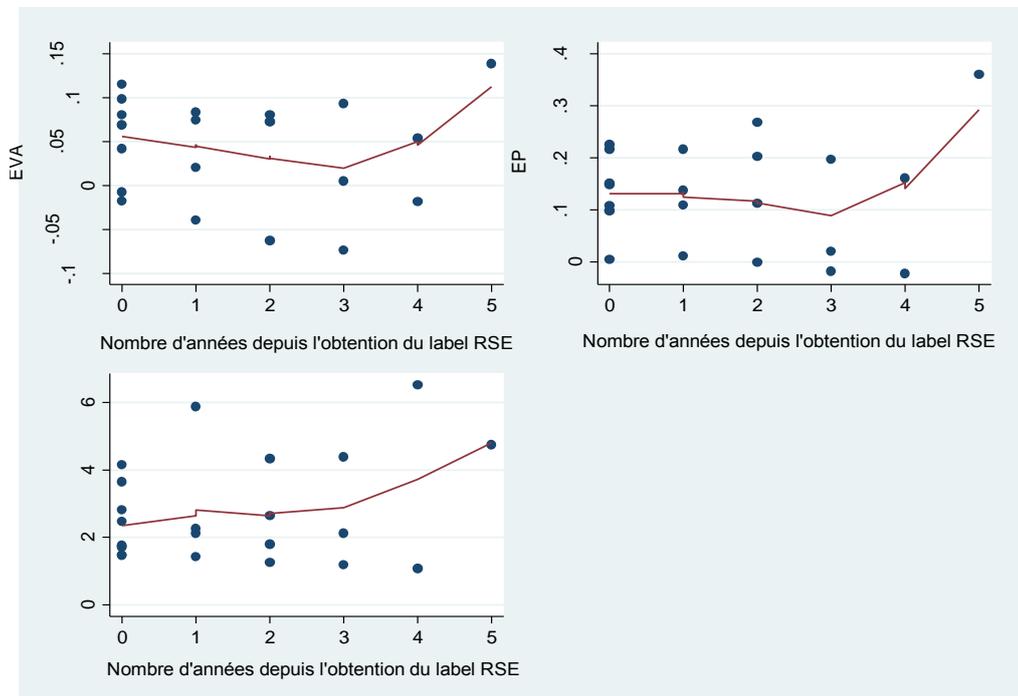
Source : Auteurs

Pour consolider ces résultats et prévoir l'évolution de l'effet de la labellisation RSE de la CGEM sur la CVA, nous examinons maintenant les résultats de la régression locale pondérée présentée dans la figure 1. Cette dernière montre qu'avant la date d'obtention du label RSE de la CGEM et jusqu'à la fin de la troisième année après cette date, la CVA connaît une baisse due aux frais inhérents à la procédure de labellisation. Or, à partir du début de la quatrième année de la date de labellisation, l'entreprise commence à créer la valeur actionnariale qui est perceptible au niveau du résultat d'exploitation (EVA) et du résultat net (EP). Pour la valeur boursière mesurée par le Q de Tobin, nous observons qu'il y a un choc à la date d'annonce de la labellisation (voir le cadran inférieur de la figure) qui disparaît au fil des années.

Les résultats des deux méthodes paramétriques (modèle dynamique ARDL de Blundell et Bond et modèle de Hausman Taylor), ainsi que ceux de la méthode non paramétrique de la régression locale pondérée, convergent et permettent de consolider

l'hypothèse de recherche prévoyant une relation non monotone entre la RSE et la CVA au Maroc.

**Figure 1: Effet du label RSE de la CGEM sur CVA avant et après son obtention**



Source : Auteurs

## CONCLUSION

Cette recherche a principalement pour objectif d'étudier la relation entre la RSE et la CVA au Maroc. Une revue de la littérature théorique a montré d'une part qu'il existe trois principaux courants d'analyse de l'influence de la RSE sur la CVA ; d'autre part, que la recherche empirique ne permet pas d'élucider cette influence. Par la triangulation des apports des trois courants, et tout en prenant en compte les spécificités de la RSE au Maroc, ainsi que certaines exigences méthodologiques au niveau du design de la recherche, nous avons construit une hypothèse prévoyant une relation non monotone entre la RSE et la CVA. Pour tester cette hypothèse, nous avons fait appel à une seconde triangulation portant sur les outils économétriques ; en utilisant des méthodes paramétriques et non paramétriques sur les données de panel de la population des sociétés cotées à la BVMC entre 2006 et 2011. Les principaux résultats démontrent l'existence d'une relation curvilinéaire entre la RSE et la CVA au Maroc.

L'étude de la relation entre la RSE et la CVA gagne en lucidité en utilisant les arguments de plusieurs approches théoriques ; d'où l'importance de la triangulation théorique. La triangulation des méthodes économétriques permet d'avoir des résultats plus crédibles et robustes. En fait, l'économétrie paramétrique et plus spécialement les modèles ARDL s'adaptent à la relation non linéaire entre la RSE et la CVA ; et offrent de meilleures conditions de test. De plus, la prise en compte de l'endogénéité de la RSE vis-à-vis d'un ensemble des déterminants de la CVA est essentielle pour mieux visualiser son effet intrinsèque sur cette variable.

Une labellisation RSE dans un pays en développement (PED) peut être une source de CVA si elle est le résultat d'une collaboration entre un ensemble d'acteurs pour récompenser

l'entreprise qui l'adopte. De ce fait, pour promouvoir la RSE dans un PED, les institutions étatiques, consulaires et patronales doivent jouer un rôle important pour encourager les entreprises à intégrer les préoccupations de la RSE dans leurs pratiques managériales. En effet, dans un tel contexte où la RSE est perçue à travers le prisme de l'utilitarisme, et où ses retombées sur la CVA sont ambiguës, les institutions ont un rôle majeur à jouer pour la promotion de la RSE. Toutefois, les garanties accordées aux entreprises pour s'approprier une culture managériale orientée vers la RSE ne doivent pas profiter à une partie prenante particulière. En fait, les PED présentent des contextes où foisonnent un ensemble de défaillances institutionnelles qui profitent à certains groupes d'intérêts. Dans ce sens, confier la gestion d'une labellisation RSE à une institution qui défend les intérêts d'une seule partie prenante peut déboucher sur des résultats inverses. C'est par exemple le cas si la labellisation RSE peut être instrumentalisée et servir comme prétexte pour occulter voire ignorer les droits des autres parties prenantes.

Notre recherche présente quelques limites au niveau conceptuel et dans son design. Sur le plan conceptuel, l'on peut remettre en question la position dominante du patronat marocain (ou autre) dans le programme de labellisation de la RSE. Au niveau du design de la recherche, le nombre d'entreprises labellisées dans notre échantillon ne permet d'obtenir qu'une quantité limitée de données pertinentes.

En définitive, notre recherche suscite une question centrale à propos des effets du label RSE sur le bien-être des parties prenantes autres que les actionnaires. En effet, si les coûts de la labellisation sont importants et inévitables, les conséquences attendues sur la CVA ne sont pas toujours évidentes. C'est notamment le cas pour les très petites, petites et moyennes entreprises dont les ressources financières sont limitées. Il en est de même de celles dont les parties prenantes et les clients sont peu sensibles à la RSE. De ce fait, les recherches futures pourraient être orientées vers l'analyse des canaux par lesquels la RSE est susceptible d'améliorer la CVA au Maroc et plus généralement en Afrique.

## **BIBLIOGRAPHIE**

- Ahamada, I., & Flachaire, E. (2008). *Économétrie Non Paramétrique* (1<sup>ère</sup> ed.). Paris: Economica.
- Amaazoul, H., & Hila, R. E. (2016). Les soubassements religieux de la RSE : regard sur l'Islam comme cadre idéal de réflexion. *Revue des études multidisciplinaires en sciences économiques et sociales*(3), 1-15.
- Aras, G., Aybars, A., & Kutlu, O. (2011). The interaction between corporate social responsibility and value added intellectual capital: empirical evidence from Turkey. *Social Responsibility Journal*, 7(4), 622-637. doi:doi:10.1108/174711111111175173
- Aupperle, K. E., Carroll, A. B., & Hatfield, J. D. (1985). An Empirical Examination of the Relationship between Corporate Social Responsibility and Profitability. *The Academy of Management Journal*, 28(2), 447-454. doi:10.2307/256210
- Baze, M. E., & Bendriouch, A. (2005). *La gouvernance d'entreprises au Maroc*. Retrieved from Casablanca:
- Bloch, F., & Hege, U. (2004). *Multiple Shareholders and Control Contests*. Document de travail. Groupe de Recherche en Economie Quantitative d'Aix Marseille. Université d'Aix Marseille II & III. Ecole des Hautes Etudes en Sciences Sociales.
- Blundell, R., & Bond, S. (1998). Initial conditions and moment restrictions in dynamic panel data models. *Journal of Econometrics*, 87(1), 115-143. doi:[http://dx.doi.org/10.1016/S0304-4076\(98\)00009-8](http://dx.doi.org/10.1016/S0304-4076(98)00009-8)
- Blundell, R., Bond, S., & Windmeijer, F. (2000). Estimation in dynamic panel data models: Improving on the performance of the standard GMM estimator *Nonstationary Panels, Panel Cointegration, and Dynamic Panels* (pp. 53-91).

- Bouslah, K., M'Zali, B., Kooli, M., & Turcotte, M.-F. (2006). Responsabilité sociale et environnementale, certifications et performance financière. *Gestion*, 31(2), 125-133.
- Boxe, G. E. P., Jenkins, G. M., & Reinsel, G. C. (2008). *Time series analysis forecasting and control download*. New Jersey: Wiley.
- Caby, J., & Hirigoyen, G. (1997). *La création de la valeur de l'entreprise*. Paris: Economica.
- Carroll, A. B. (1979). A Three Dimensional Conceptual Model Of Corporate Social Performance. *Academy of Management Review*, 4(4), 497-505.
- CGEM (Producer). (2015, 2016). 1ère Assise de la RSE. *LABEL RSE : Présentation et modalités d'octroi*. Retrieved from <http://www.cgem.ma/fr/commissions/commission-br-rse-%26-label-1030>
- Charreaux, G., & Pitol-Belin, J. P. (1990). *Le conseil d'administration*. Paris: Vuibert.
- Chemla, G., Habib, M. A., & Ljungqvist, A. (2007). An Analysis of Shareholder Agreements. *Journal of the European Economic Association*, 5(1), 93-121. doi:10.2307/40005162
- Coffey, B. S., & Fryxell, G. E. (1991). Institutional Ownership of Stock and Dimensions of Corporate Social Performance: An Empirical Examination. *Journal of Business Ethics*, 10(6), 437-444. Retrieved from <http://www.jstor.org/stable/25072170>
- Cornell, B., & Shapiro, A. C. (1987). Corporate Stakeholders and Corporate Finance. *Financial Management*, 16(1), 5-14. doi:10.2307/3665543
- Crisóstomo, V. L., Freire, F. d. S., & Vasconcellos, F. C. d. (2011). Corporate social responsibility, firm value and financial performance in Brazil. *Social Responsibility Journal*, 7(2), 295-309. doi:doi:10.1108/174711111111141549
- Demsetz, H., & Villalonga, B. (2001). Ownership structure and corporate performance. *Journal of Corporate Finance*, 7(3), 209-233. doi:[http://dx.doi.org/10.1016/S0929-1199\(01\)00020-7](http://dx.doi.org/10.1016/S0929-1199(01)00020-7)
- Demuijnck, G., & Ngnodjom, H. (2012). Responsibility and Informal CSR in Formal Cameroonian SMEs. *Journal of Business Ethics*, 112(4), 662-663. doi:10.1007/s10551-012-1564-3
- Durand, D. (1952). *Costs of debt and equity funds for business: trends and problems of measurement*. Paper presented at the Conference on research in business finance.
- El Abboubi, M., & El Kandoussi, F. (2009). Le virage de la responsabilité sociale au Maroc. Le cas du secteur agroalimentaire. *Reflets et perspectives de la vie économique*, XLVIII(4), 69. doi:10.3917/rpve.484.0069
- Elouidani, A., & Zoubir, F. (2015). Corporate social responsibility and financial performance. *African Journal of Accounting, Auditing and Finance*, 4(1), 74-85.
- Freeman, R. (1984). *Strategic management: A stakeholder approach*: Pitman.
- Freeman, R. E. (2010). *Strategic management: A stakeholder approach*: Cambridge University Press.
- Freidman, M., & Jaggi, B. (1982). Pollution disclosures, pollution performance and economic performance *The International Journal of Management Science*(10), 189-195-211.
- Gautam, R., & Singh, A. (2010). Corporate Social Responsibility Practices in India: A Study of Top 500 Companies. *Global Business and Management Research: An International Journal*, 2(1), 49.
- Graves, S. B., & Waddock, S. A. (1994). Institutional Owners and Corporate Social Performance. *The Academy of Management Journal*, 37(4), 1034-1046. doi:10.2307/256611
- Grossman, S. J., & Hart, O. D. (1982). Corporate financial structure and managerial incentives *The economics of information and uncertainty* (pp. 107-140): University of Chicago Press.
- Gujarati, D. N. (2004). *Econométrie: de boeck*.

- Hurlin, C., & Mignon, V. (2005). Une synthèse des tests de racine unitaire sur données de panel. *Economie & prévision*(3), 253-294.
- Jamali, D., & Mirshak, R. (2006). Corporate Social Responsibility (CSR): Theory and Practice in a Developing Country Context. *Journal of Business Ethics*, 72(3), 258. doi:10.1007/s10551-006-9168-4
- Jamali, D., Sidani, Y., & El-Asmar, K. (2008). A Three Country Comparative Analysis of Managerial CSR Perspectives: Insights From Lebanon, Syria and Jordan. *Journal of Business Ethics*, 85(1), 91-92. doi:10.1007/s10551-008-9755-7
- Jensen, M. C. (1993). The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control Systems. *The Journal Of Finance*, 48(3), 831-880. doi:10.1111/j.1540-6261.1993.tb04022.x
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360.
- Jo, H., & Harjoto, M. A. (2012). The causal effect of corporate governance on corporate social responsibility. *Journal of Business Ethics*, 106(1), 53-72.
- Kaufmann, D., Kraay, A., & Mastruzzi, M. (2010). *The Worldwide Governance Indicators : Methodology and Analytical Issues*. Retrieved from Chicago:
- Kettani, A. (2008). *Présentation & Règles D'attribution Du Label Cgem Pour La Responsabilité Sociale De L'entreprise*. Retrieved from
- Koleva, P. (2005). La responsabilité sociale des entreprises dans les pays européens en transition: réalité et limites. *La Revue des Sciences de Gestion, Direction et Gestion*(211-212), 166.
- Labaronne, D., & Gana-Oueslati, E. (2011). Analyse comparative Maroc-Tunisie du cadre institutionnel de la RSE dans les PME. *Management & Avenir*, 43(3), 112. doi:10.3917/mav.043.0103
- Lakatos, I. (1976). Falsification and the Methodology of Scientific Research Programmes. In S. Harding (Ed.), *Can Theories be Refuted?* (Vol. 81, pp. 205-259): Springer Netherlands.
- Li, W., & Zhang, R. (2010). Corporate Social Responsibility, Ownership Structure, and Political Interference: Evidence from China. *Journal of Business Ethics*, 96(4), 631-645. Retrieved from <http://www.jstor.org/stable/29789741>
- Lioui, A., & Sharma, Z. (2012). Environmental corporate social responsibility and financial performance: Disentangling direct and indirect effects. *Ecological Economics*, 78(0), 100-111. doi:<http://dx.doi.org/10.1016/j.ecolecon.2012.04.004>
- Lipton, M., & Lorsch, J. W. (1992). A modest proposal for improved corporate governance. *The business lawyer*, 59-77.
- Litzenberger, R. H., & Ramaswamy, K. (1979). The effect of personal taxes and dividends on capital asset prices: Theory and empirical evidence. *Journal of Financial Economics*, 7(2), 163-195.
- M'Hamdi, M., & Trid, S. (2009). *La responsabilité sociale de l'entreprise au Maroc : une étude empirique auprès des petites et moyennes entreprises de la région de Fes Boulemane* Paper presented at the Colloque : la vulnérabilité des TPE et des PME dans un environnement mondialisé.
- Mátyás, L., & Sevestre, P. (2008). *The econometrics of panel data: fundamentals and recent developments in theory and practice* (Vol. 46): Springer Science & Business Media.
- McWilliams, A., & Siegel, D. (2001). Corporate Social Responsibility: A Theory of the Firm Perspective. *The Academy of Management Review*, 26(1), 117-127. doi:10.2307/259398

- Mittal, R. K., Sinha, N., & Singh, A. (2008). An analysis of linkage between economic value added and corporate social responsibility. *Management Decision*, 46(9), 1437-1443. doi:<http://dx.doi.org/10.1108/00251740810912037>
- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1963). Corporate income taxes and the cost of capital: a correction. *The American Economic Review*, 53(3), 433-443.
- Mullenbach-Servayre, A. (2007). L'apport De La Théorie Des Parties Prenantes À La Modélisation De La Responsabilité Sociétale Des Entreprises. *La Revue des Sciences de Gestion, Direction et Gestion*, 1(223), 110 - 115.
- Myers, S. C., & Majluf, N. S. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, 13(2), 187-221.
- Oh, W. Y., Chang, Y. K., & Martynov, A. (2011). The Effect of Ownership Structure on Corporate Social Responsibility: Empirical Evidence from Korea. *Journal of Business Ethics*, 104(2), 283-297. Retrieved from <http://www.jstor.org/stable/41476086>
- Popper, K. (2005). *The logic of scientific discovery*: Routledge.
- Porter, M. E., & Mirailès, P. (1993). *L'avantage concurrentiel des nations*: Éditions du Renouveau pédagogique.
- Preston, L. E., & Bannon, D. P. O. (1997). The Corporate Social-financial Performance Relationship. A Typology and Analysis. *Business and Society*, 4(36), 110-120.
- Quairel, F., & Capron, M. (2013). Le couplage « responsabilité sociale des entreprises » et « développement durable » : mise en perspective, enjeux et limites. *Revue Française de Socio-Économie*, 11(1), 125. doi:10.3917/rfse.011.0125
- Rettab, B., Brik, A. B., & Mellahi, K. (2009). A Study of Management Perceptions of the Impact of Corporate Social Responsibility on Organisational Performance in Emerging Economies: The Case of Dubai. *Journal of Business Ethics*, 89(3), 371-390.
- Ross, S. A. (1977). The determination of financial structure: the incentive-signalling approach. *The bell journal of economics*, 23-40.
- Saeidi, S. P., Sofian, S., Saeidi, P., Saeidi, S. P., & Saeidi, S. A. (2014). How does corporate social responsibility contribute to firm financial performance? The mediating role of competitive advantage, reputation, and customer satisfaction. *Journal of Business Research*. doi:10.1016/j.jbusres.2014.06.024
- Shen, C.-H., & Chang, Y. (2009). Ambition Versus Conscience, Does Corporate Social Responsibility Pay off? The Application of Matching Methods. *Journal of Business Ethics*, 88, 133-153. doi:10.2307/41413272
- Shleifer, A., & Wolfenzon, D. (2002). Investor protection and equity markets. *Journal of Financial Economics*, 66(1), 3-27. doi:[http://dx.doi.org/10.1016/S0304-405X\(02\)00149-6](http://dx.doi.org/10.1016/S0304-405X(02)00149-6)
- Simen, S. F., & Ndao, A. (2013). L'effet De La Mise En Place D'une Stratégie De Responsabilité Sociale De L'entreprise Sur La Culture Organisationnelle : Analyse, Implications Et Enjeux Pour Le Sénégal. *Revue Congolaise de Gestion*, 1(17), 165.
- Stiglitz, J. E., & Weiss, A. (1981). Credit rationing in markets with imperfect information. *The American Economic Review*, 393-410.
- Van-der-Laan, G., Van-Ees, H., & Van-Witteloostuijn, A. (2008). Corporate Social and Financial Performance: An Extended Stakeholder Theory, and Empirical Test with Accounting Measures. *Journal of Business Ethics*, 9(3), 299-310.
- Vasal, V. K. (2009). Corporate Social Responsibility & Shareholder Returns - Evidence from the Indian Capital Market. *Indian Journal of Industrial Relations*, 44(3), 376-385. doi:10.2307/27768210
- WB. (2010). *Rapport sur l'observation des normes et codes (ROSC): Royaume du Maroc Juin 2010*. Retrieved from

Zirari, F. (2013). La responsabilité sociale des entreprises au Maroc (RSE). *Transparency News*, 10-16.