

L'impact de la concentration de l'actionnariat institutionnel sur l'inclusion des entreprises cotées dans l'indice MASI ESG

The Impact of Institutional Ownership Concentration on the Inclusion of Listed Companies in the MASI ESG Index

OUARGANI Mohammed

Doctorant

Ecole nationale de commerce et de gestion, Agadir,

Université IBN ZOHR

Laboratoire de Recherche en Entrepreneuriat, Finance et audit (LAREFA)

RADI Bouchra

Professeur de l'enseignement supérieur

Ecole nationale de commerce et de gestion, Agadir,

Université IBN ZOHR

Laboratoire de Recherche en Entrepreneuriat, Finance et audit (LAREFA)

Date de soumission : 20/08/2025

Date d'acceptation : 16/10/2025

Pour citer cet article :

OUARGANI. M. & RADI. B. (2025), « L'impact de la concentration de l'actionnariat institutionnel sur l'inclusion des entreprises cotées dans l'indice MASI ESG », Revue Française d'Économie et de Gestion « Volume 6 : Numéro 11 » pp : 117- 134.

Authors agree that this article remain permanently open access under the terms of the Creative Commons

Attribution License 4.0 International License



Résumé

Cet article analyse l'effet de la concentration de l'actionnariat institutionnel sur l'inclusion des entreprises cotées dans l'indice MASI ESG de la Bourse de Casablanca. L'étude porte sur un échantillon de 60 entreprises marocaines observées sur la période 2019–2024. La méthodologie adoptée repose sur un modèle de régression logistique binaire (logit), dans lequel la variable dépendante mesure l'appartenance ou non d'une entreprise à l'indice ESG. La variable explicative principale est le pourcentage d'actionnariat institutionnel, tandis que la taille de l'entreprise, sa rentabilité (ROA) et son niveau d'endettement sont intégrés comme variables de contrôle. Les données ont été collectées à partir des rapports financiers disponibles auprès de l'Autorité Marocaine du Marché des Capitaux (AMMC). Les résultats empiriques mettent en évidence une relation positive et significative entre la concentration de l'actionnariat institutionnel et l'inclusion dans le MASI ESG, et montrent que la taille et l'endettement exercent également un effet positif sur cette inclusion, contrairement à la rentabilité qui reste non significative.

Mots clés : « Actionnariat institutionnel » ; « inclusion ESG » ; « MASI ESG » ; « performance ESG ».

Abstract

This article investigates the impact of institutional ownership concentration on the inclusion of listed companies in the MASI ESG index of the Casablanca Stock Exchange. The analysis covers a sample of 60 Moroccan companies over the period 2019–2024. The methodology is based on a binary logistic regression model, where the dependent variable captures whether a company is included in the ESG index (1) or not (0). The main explanatory variable is the percentage of institutional ownership, while firm size, return on assets (ROA), and leverage are introduced as control variables. Data were collected from financial reports published by the Moroccan Capital Market Authority (AMMC). The empirical findings reveal a positive and statistically significant relationship between institutional ownership concentration and ESG inclusion. In addition, firm size and leverage exert a positive influence on inclusion, whereas profitability does not show a significant effect.

Keywords: « Institutional ownership»; « ESG inclusion»; « MASI ESG»; « ESG performance».

Introduction

Les mécanismes de gouvernance d'entreprise visent à limiter les divergences d'intérêts entre dirigeants et actionnaires, réduisant ainsi les coûts d'agence. Parmi ces mécanismes, la structure de l'actionnariat occupe une place centrale, car elle détermine la capacité des investisseurs à exercer un contrôle effectif sur la gestion. Deux dimensions principales la caractérisent : le degré de concentration du capital et la nature des détenteurs majoritaires. Dans ce cadre, l'actionnariat institutionnel, grâce à ses ressources financières, son expertise et son horizon d'investissement à long terme, joue un rôle essentiel dans la diffusion des pratiques de gouvernance responsable et durable.

Les travaux empiriques menés sur les marchés développés ont largement mis en évidence l'influence positive des investisseurs institutionnels sur la performance ESG et sur la qualité de la gouvernance (Dyck et al., 2019 ; Dimson, Karakaş & Li, 2015). Cependant, ces résultats ne peuvent être généralisés sans précaution aux marchés émergents, où la structure de propriété, la réglementation et la transparence informationnelle diffèrent sensiblement. En effet, le marché marocain se distingue par un actionnariat souvent concentré, marqué par la présence conjointe d'actionnaires familiaux, étatiques et institutionnels, et par un cadre réglementaire de la gouvernance et de la divulgation extra-financière encore en phase de consolidation. Ces spécificités rendent l'étude du rôle des investisseurs institutionnels particulièrement pertinente dans ce contexte.

Depuis la création de l'indice **MASI ESG** en 2018 par la Bourse de Casablanca, la question de l'intégration des critères environnementaux, sociaux et de gouvernance dans la stratégie des entreprises marocaines suscite un intérêt croissant. L'élargissement de cet indice à 20 entreprises en 2024 reflète à la fois la montée des exigences en matière de durabilité et l'implication croissante des investisseurs institutionnels dans le financement responsable. Toutefois, peu de travaux empiriques ont, jusqu'à présent, analysé de manière rigoureuse l'impact de la concentration de l'actionnariat institutionnel sur l'inclusion des entreprises marocaines dans cet indice.

Ainsi, la contribution spécifique de cette recherche réside dans l'analyse empirique du lien entre la concentration de l'actionnariat institutionnel et l'inclusion ESG sur un marché émergent, en s'appuyant sur des données issues des rapports publiés par l'Autorité Marocaine du Marché des Capitaux (AMMC). En mobilisant un modèle de régression logistique binaire (logit) sur la période 2019–2024, l'étude vise à combler le manque de travaux empiriques relatifs à la

gouvernance et à la durabilité au Maroc, tout en apportant un éclairage nouveau sur les déterminants institutionnels de la performance ESG.

La problématique centrale peut dès lors se formuler comme suit :
Dans quelle mesure la concentration de l'actionnariat institutionnel influence-t-elle l'inclusion des entreprises cotées dans l'indice MASI ESG ?

Pour y répondre, l'article adopte une démarche hypothético-déductive et s'articule autour de quatre sections. La première expose le cadre théorique et la revue de littérature sur l'actionnariat institutionnel et la performance ESG. La deuxième présente le contexte marocain et la méthodologie retenue. La troisième développe l'analyse empirique et la discussion des résultats, avant qu'une quatrième partie ne conclue en soulignant les apports, limites et perspectives de la recherche.

1. Revue de littérature

La revue de littérature s'articule autour de trois volets principaux afin de clarifier le rôle de l'actionnariat institutionnel et son impact potentiel sur l'inclusion ESG. Dans un premier temps, nous présentons les fondements théoriques de l'actionnariat institutionnel et son rôle dans la gouvernance d'entreprise. Ensuite, nous abordons le cadre conceptuel de l'aspect ESG, en insistant sur sa place croissante dans l'évaluation des entreprises. Enfin, nous passons en revue les principales études empiriques ayant exploré la relation entre la concentration de l'actionnariat institutionnel et la performance ou l'inclusion ESG, en mettant en évidence les résultats obtenus dans différents contextes ainsi que les spécificités du marché marocain.

1.1. Etat de l'art sur l'actionnariat institutionnel

L'actionnariat institutionnel désigne la détention d'actions d'une entreprise par des entités professionnelles telles que les fonds de pension, les compagnies d'assurance, les fonds mutuels, les fonds souverains ou les sociétés de gestion d'actifs (Shleifer & Vishny, 1986). Ces investisseurs se distinguent par leur capacité financière, leur expertise analytique et leur horizon d'investissement souvent plus long que celui des investisseurs individuels.

Sur le plan théorique, plusieurs approches permettent d'expliquer le rôle des investisseurs institutionnels dans la gouvernance d'entreprise. La théorie de l'agence (Jensen & Meckling, 1976) suggère que les investisseurs institutionnels peuvent réduire les conflits d'agence entre dirigeants et actionnaires en exerçant une surveillance plus efficace sur la gestion. Leur poids dans le capital et leur capacité d'influence leur permettent de contraindre les dirigeants à adopter des stratégies alignées avec les intérêts des actionnaires, ce qui inclut de plus en plus la prise en compte des critères environnementaux, sociaux et de gouvernance (ESG).

La théorie de l'intendance (Donaldson & Davis, 1991) met l'accent sur le rôle partenarial que peuvent jouer certains investisseurs institutionnels. Lorsqu'ils adoptent une perspective à long terme, ces investisseurs sont susceptibles d'encourager des pratiques durables qui renforcent la valeur de l'entreprise sur le long terme. Cette logique suppose une convergence d'intérêts entre dirigeants et investisseurs autour d'objectifs communs, notamment en matière de performance ESG.

La théorie des parties prenantes (Freeman, 1984) étend cette analyse en considérant que les investisseurs institutionnels ne se préoccupent pas uniquement des rendements financiers, mais également de la satisfaction et de la protection des parties prenantes. Dans cette optique, ils peuvent influencer la stratégie de l'entreprise pour qu'elle réponde aux attentes sociales, environnementales et éthiques, renforçant ainsi sa légitimité. Cette dimension rejoint la théorie de la légitimité (Suchman, 1995), qui considère que les entreprises doivent se conformer aux normes et valeurs sociétales pour maintenir leur acceptabilité sociale, les investisseurs institutionnels jouant alors un rôle clé de catalyseur dans ce processus.

En ce qui concerne la concentration de l'actionnariat institutionnel, la littérature théorique propose deux visions. D'un côté, une forte concentration entre quelques investisseurs institutionnels peut accroître leur pouvoir de contrôle, renforcer la surveillance des dirigeants et faciliter la mise en œuvre de pratiques responsables (Shleifer & Vishny, 1986). De l'autre, une concentration excessive peut conduire à une domination stratégique qui privilégie des objectifs financiers de court terme ou des intérêts spécifiques, parfois au détriment de l'engagement ESG (Neubaum & Zahra, 2006).

Dans le contexte des marchés émergents, et plus spécifiquement au Maroc, la question prend une dimension particulière. Le tissu actionnarial y est souvent caractérisé par la coexistence d'actionnaires institutionnels, familiaux, étatiques, salariés & dirigeants et industriel. L'introduction de l'indice MASI ESG par la Bourse de Casablanca, basé sur plus de 160 critères ESG, offre un cadre pertinent pour analyser si et comment la concentration institutionnelle influence l'inclusion dans un indice représentatif de la performance durable.

En résumé, le cadre théorique indique que l'actionnariat institutionnel, et particulièrement sa concentration, peut jouer un rôle déterminant dans l'orientation stratégique des entreprises vers des pratiques ESG plus ou moins ambitieuses, ce qui ouvre la voie à des analyses empiriques spécifiques au marché marocain.

1.2. L'aspect ESG (environnement, social, gouvernance)

L'ESG, acronyme d'Environnement, Social et Gouvernance, constitue aujourd'hui un cadre d'évaluation extra-financière incontournable permettant d'apprécier la performance durable des entreprises, au-delà des indicateurs purement financiers. La dimension environnementale recouvre des éléments tels que la gestion des émissions de gaz à effet de serre, l'optimisation de l'utilisation des ressources, la prévention des pollutions et l'adaptation aux risques climatiques, tandis que la dimension sociale se concentre sur les conditions de travail, la diversité, l'équité, la formation, la santé et la sécurité, ainsi que le respect des droits fondamentaux des travailleurs. La dimension gouvernance, quant à elle, englobe la transparence des décisions, la composition et l'indépendance du conseil d'administration, la structure de rémunération des dirigeants, l'intégrité, la lutte contre la corruption et la protection des actionnaires minoritaires (Freeman, 1984; Suchman, 1995). Afin de synthétiser la performance d'une entreprise sur ces trois dimensions, les agences spécialisées ou fournisseurs de données produisent un score ESG, qui se présente comme un indicateur quantitatif global ou décliné par pilier, obtenu à partir d'une méthodologie structurée comprenant la sélection d'indicateurs pertinents, la collecte de données issues des rapports annuels, rapports de durabilité, déclarations réglementaires ou sources externes, la normalisation des mesures, la pondération des thématiques et l'agrégation finale (Khan, Serafeim & Yoon, 2016). Ces scores, bien qu'ayant pour objectif de refléter la durabilité d'une entreprise, varient fortement d'un fournisseur à un autre, en raison des divergences méthodologiques, du poids attribué aux controverses ou encore de la prise en compte de la matérialité sectorielle (MSCI, 2020; Sustainalytics, 2019). Dans la composition des indices ESG, tels que le MASI.ESG au Maroc, le score ESG joue un rôle déterminant puisqu'il agit comme filtre de sélection et comme mécanisme de révision : certaines méthodologies appliquent un seuil absolu en dessous duquel l'entreprise est exclue, d'autres classent les entreprises par score relatif pour ne retenir qu'un pourcentage ou un nombre donné de valeurs, et d'autres encore combinent un score minimum avec des exclusions sectorielles liées à des activités jugées non responsables (armement, tabac, charbon, etc.). Les entreprises incluses doivent ainsi maintenir ou améliorer leur score pour conserver leur place, les révisions périodiques (trimestrielles, semestrielles ou annuelles) pouvant conduire à une sortie en cas de dégradation significative. Cette logique confère au score ESG un double rôle de barrière à l'entrée et de signal dynamique adressé aux investisseurs institutionnels et aux marchés. L'inclusion dans un indice ESG s'accompagne généralement d'une meilleure visibilité, d'un accès facilité à des flux de capitaux orientés vers

l'investissement responsable, et parfois d'une réduction du coût du capital, ce qui peut inciter les dirigeants à renforcer leurs politiques ESG (Khan et al., 2016; Friede, Busch & Bassen, 2015). Toutefois, cette centralité du score ESG n'est pas exempte de critiques : l'hétérogénéité des méthodologies peut conduire à des divergences notables d'évaluation, les entreprises de marchés émergents peuvent être pénalisées par une moindre transparence des données, et certaines peuvent se livrer à des pratiques de « greenwashing » visant à optimiser leur communication sans amélioration réelle de leur impact (MSCI, 2020; Sustainalytics, 2019). Par ailleurs, un score global peut masquer des disparités importantes entre les trois piliers, ce qui pose la question de la pondération et de la matérialité sectorielle. Dans ce contexte, et s'agissant spécifiquement du MASI.ESG, l'étude de l'influence du score ESG sur l'inclusion suppose non seulement d'identifier le fournisseur de données retenu et la structure exacte de la méthodologie utilisée, mais également de suivre l'évolution historique des scores pour comprendre les trajectoires d'amélioration ou de détérioration qui déterminent les mouvements d'entrée et de sortie des entreprises au sein de l'indice, tout en considérant les spécificités du marché marocain et la place croissante des investisseurs institutionnels dans cette dynamique.

1.3. Etudes empiriques entre Actionnariat institutionnel et ESG

De nombreuses recherches empiriques se sont attachées à examiner le lien entre l'actionnariat institutionnel et la performance ESG des entreprises, en mobilisant des données issues de contextes géographiques et sectoriels variés. L'hypothèse théorique sous-jacente, inspirée de la théorie des parties prenantes et de la gouvernance d'entreprise, suggère que les investisseurs institutionnels, en raison de leur horizon d'investissement souvent long et de leurs obligations fiduciaires, exercent une pression accrue sur les dirigeants pour améliorer la performance extra-financière et réduire les risques liés à la durabilité (Dyck, Lins, Roth & Wagner, 2019). Plusieurs travaux confirment cette idée : par exemple, Shleifer et Vishny (1986) avaient déjà posé les bases en montrant que les investisseurs institutionnels disposent d'une capacité supérieure de contrôle et de surveillance, pouvant se traduire par une meilleure qualité de gouvernance. Plus récemment, Dyck et al. (2019), sur un échantillon mondial couvrant 41 pays, montrent que la présence accrue d'investisseurs institutionnels est corrélée positivement aux scores ESG, notamment dans les dimensions environnementale et sociale, et que cet effet est plus marqué lorsque les institutions sont originaires de pays dotés de normes ESG strictes. De même, Oh, Park et Ghauri (2013), sur un échantillon coréen, constatent que les actionnaires institutionnels exercent une influence significative sur les stratégies de responsabilité sociale des entreprises, notamment par leur implication dans les décisions stratégiques et leur pouvoir

de vote. D'autres études, comme celles de Neubaum et Zahra (2006), soulignent que la nature de l'investisseur institutionnel importe : les investisseurs « engagés » ou à long terme (pension funds, fonds souverains) sont plus susceptibles de favoriser l'adoption de pratiques ESG que les investisseurs à court terme, dont les priorités peuvent rester centrées sur la rentabilité immédiate. Par ailleurs, plusieurs analyses sectorielles (Soliman, 2021; Tamimi & Sebastianelli, 2017) montrent que l'impact de l'actionnariat institutionnel sur la performance ESG est plus visible dans les secteurs à forte intensité réglementaire ou environnementale (énergie, industrie lourde), où la pression réglementaire se conjugue à la pression actionnariale. Toutefois, les résultats ne sont pas toujours homogènes : certains travaux (David, Bloom & Hillman, 2007) avancent que l'actionnariat institutionnel ne conduit pas systématiquement à une amélioration des scores ESG, en particulier lorsque les investisseurs privilégient une approche purement financière, ou lorsque l'environnement institutionnel du pays étudié est faible en matière de normes de gouvernance et de responsabilité sociétale. Ainsi, la littérature empirique suggère que la relation entre actionnariat institutionnel et performance ESG est à la fois positive et conditionnelle, influencée par la composition du portefeuille institutionnel, la stratégie d'investissement (passive vs active), l'environnement réglementaire et la matérialité sectorielle des enjeux ESG.

Au Maroc, l'indice MASI ESG, lancé en 2018 et élargi en 2024 à 20 valeurs, demeure la principale initiative structurante en matière de finance durable, bien que son champ d'application reste limité. Selon une évaluation réalisée en 2024 par l'agence Refinitiv, 51 entreprises sur les 76 cotées sont évaluées sur leurs performances ESG, ce qui signifie qu'environ un tiers des sociétés ne mettent pas en œuvre de pratiques ESG formalisées et n'assurent pas de communication extra-financière. Par ailleurs, les obligations réglementaires en matière de reporting extra-financier restent à un stade embryonnaire, contrairement à l'Europe, où la directive CSRD impose un reporting détaillé, ou aux États-Unis, où la SEC renforce ses exigences de transparence. L'adoption des pratiques ESG au Maroc demeure principalement concentrée sur les grandes capitalisations, tandis que, dans les marchés développés, l'ESG est souvent intégré dans la stratégie globale, y compris au sein des PME. Enfin, bien que les investisseurs institutionnels marocains commencent à exercer une influence croissante sur les pratiques ESG, leur poids et leurs exigences restent nettement inférieurs à ceux des grands gestionnaires d'actifs internationaux, qui conditionnent leurs investissements au respect de standards ESG stricts.

2. Analyse méthodologique et empirique

Après avoir présenté le cadre théorique et les apports de la littérature existante, il convient de préciser l'approche méthodologique adoptée pour répondre à notre problématique de recherche. Cette section expose dans un premier temps une présentation l'indice MASI ESG, qui constitue notre cadre d'analyse. Elle détaille ensuite l'échantillon retenu, la définition des variables ainsi que les mesures utilisées. Enfin, elle présente le modèle économétrique choisi, à savoir une régression logistique binaire, permettant d'évaluer l'impact de la concentration de l'actionnariat institutionnel sur l'inclusion des entreprises dans l'indice.

2.1. Présentation de l'indice MASI ESG

En septembre 2018, la Bourse de Casablanca a inauguré un indice thématique dédié aux bonnes pratiques en matière de durabilité, baptisé à l'époque Casablanca ESG 10, afin de récompenser les entreprises cotées les plus avancées sur les dimensions environnementale, sociale et de gouvernance. Cette initiative témoigne d'une évolution stratégique vers une finance plus responsable sur le marché marocain. Puis, lors de la refonte indicielle du 24 janvier 2023, la dénomination de l'indice a été harmonisée avec la nouvelle nomenclature « masi. », devenant ainsi officiellement l'indice MASI ESG, et sa composition élargie pour inclure 15 valeurs sélectionnées selon leur performance ESG renforcée. Lors d'une conférence tenue le 15 novembre 2023, la Bourse a présenté une nouvelle méthodologie de scoring ESG, développée en partenariat avec Refinitiv et basée sur plus de 160 critères répartis sur les composantes environnementale, sociétale et de gouvernance. Cette refonte a permis de porter la composition de l'indice à 20 valeurs, reflétant les progrès significatifs réalisés par les entreprises cotées et répondant à la demande croissante des investisseurs socialement responsables

La variable dépendante INCL_ESG est une variable binaire qui prend la valeur 1 si l'entreprise est incluse dans l'indice MASI ESG, et 0 dans le cas contraire. L'inclusion dans cet indice repose sur un classement établi par l'agence internationale Refinitiv, qui évalue les pratiques communiquées par les entreprises en matière environnementale, sociale et de gouvernance. Pour ce faire, Refinitiv attribue un score distinct à chacun des trois piliers — environnemental (E), social (S) et gouvernance (G) — avant de calculer un score ESG global. Sur la base de ce classement, la Bourse de Casablanca retient annuellement les 20 entreprises cotées présentant les scores ESG les plus élevés pour constituer la composition du MASI ESG. Ainsi, l'inclusion dans cet indice reflète un haut niveau de performance extra-financière et peut être considérée comme un indicateur pertinent de la qualité des pratiques ESG des entreprises marocaines. En effet, certaines entreprises peuvent être intégrées ou exclues de l'indice au cours de la période

étudiée. Par exemple, en janvier 2023, cinq entreprises ont été ajoutées à l'indice, tandis que le 15 novembre 2023, deux entreprises en ont été retirées et sept nouvelles ont été intégrées. Ce caractère dynamique nécessite donc de suivre chaque entreprise sur l'ensemble de la période afin de prendre en compte ces variations.

2.2. Méthodologie

L'objectif de cette étude est d'examiner l'impact de la concentration de l'actionnariat institutionnel sur le fait qu'une entreprise soit incluse dans l'indice MASI ESG. La période d'observation couvre les années 2019 à 2024, permettant ainsi de tenir compte des évolutions dans la composition de l'indice et de capter les dynamiques temporelles. La nature de la variable dépendante, qui prend la valeur 1 lorsque l'entreprise est incluse dans l'indice MASI ESG et 0 dans le cas contraire, rend pertinente l'utilisation d'une approche longitudinale et d'un modèle de régression logit binaire.

La collecte des données relatives à la structure de l'actionnariat institutionnel a été effectuée à partir des rapports annuels et des documents de référence disponibles sur le site de l'Autorité Marocaine du Marché des Capitaux (AMMC). Pour chaque entreprise, les actionnaires détenant plus de 5 % du capital ont été identifiés, puis leur nature institutionnelle a été vérifiée à travers des recherches complémentaires sur leurs sites officiels, leurs statuts ou leurs agréments (compagnies d'assurance, banques, fonds de pension, sociétés de gestion, etc.). Cette démarche a permis d'assurer la fiabilité de la classification et de limiter les erreurs d'identification.

Par ailleurs, certaines entreprises ont été exclues de l'échantillon en raison de l'absence d'informations continues sur la composition de leur capital ou de données incomplètes sur les périodes intermédiaires, ce qui aurait compromis la cohérence de l'analyse longitudinale. Ce choix méthodologique vise à garantir la robustesse des résultats et la transparence du processus de sélection.

Afin d'isoler l'effet propre de l'actionnariat institutionnel, trois variables de contrôle ont été intégrées au modèle : la taille de l'entreprise (mesurée en logarithme des actifs totaux), la rentabilité des actifs (ROA) et le niveau d'endettement.

L'échantillon final se compose de 343 observations, correspondant à des données annuelles pour l'ensemble des entreprises suivies sur la période. L'utilisation du modèle logit binaire permet d'estimer l'appartenance à l'indice MASI ESG en fonction de la concentration de l'actionnariat institutionnel et des variables de contrôle, offrant ainsi une vision précise des déterminants de l'intégration ESG sur le marché marocain.

2.2.1. Choix de l'échantillon

Certaines entreprises ont été exclues de l'échantillon en raison de l'indisponibilité des données relatives à leur structure d'actionariat pour toute la période considérée, ce qui a conduit à limiter l'échantillon final à 60 sociétés. Par ailleurs, certaines valeurs, introduites récemment, n'ont pas été incluses pour la totalité de la période d'étude.

2.2.2. Variables et mesures

Le tableau suivant expose l'ensemble des variables incluses dans notre étude ainsi que les mesures utilisées.

Tableau N°1 : Synthèse des variables utilisées

Variables	Définition	Mesure
Variabiles dépendants (A expliquer)		
INCL_ESG	Inclusion dans l'indice MASI ESG	1 si l'entreprise est incluse sinon 0
Variabiles indépendants(explicatives)		
ACT_INST	% D'actionariat institutionnel	
TAIL	Taille de l'entreprises	Log (total actif)
ROA	Rentabilité des actifs	$\frac{Resultat\ net}{Total\ actif}$
ENDT	Ratio d'endettement	$\frac{Total\ des\ dettes}{Capitaux\ propres}$

Source : construction des auteurs

Au regard de la littérature récente sur la gouvernance d'entreprise et les pratiques ESG, plusieurs études mettent en avant le rôle déterminant de la concentration de l'actionariat institutionnel dans l'adoption et l'amélioration des critères ESG. Pour mesurer cette concentration, la variable du pourcentage d'actionariat institutionnel (ACT_INST) est fréquemment utilisée comme indicateur clé dans les modèles explicatifs de l'inclusion dans les indices ESG (Cheng, Ioannou & Serafeim, 2014). Par ailleurs, la taille de l'entreprise (TAIL), généralement calculée par le logarithme du total des actifs, est intégrée afin de contrôler les effets de la dimension organisationnelle sur la performance ESG, comme le soulignent Orlitzky et al. (2003). Les mesures comptables traditionnelles telles que la rentabilité des actifs (ROA) et le ratio d'endettement (ENDT) sont également prises en compte pour évaluer la performance financière et la solidité financière des entreprises, deux facteurs pouvant influencer leur capacité à investir dans des pratiques ESG durables (Margolis & Walsh, 2003). Ainsi, la combinaison de ces variables permet de mieux comprendre l'impact de la structure actionariale, en particulier institutionnelle, sur la probabilité d'être inclus dans un indice ESG, reflétant un engagement réel dans les critères de responsabilité sociale et environnementale.

2.3. Résultats et discussions

Après avoir présenté le cadre méthodologique et les variables mobilisées, cette section est consacrée à l'analyse empirique et à la présentation des résultats obtenus. Elle débute par une description statistique de l'échantillon et des principales variables étudiées, permettant de dégager les premières tendances. Ensuite, les résultats du modèle de régression logistique sont exposés et interprétés afin d'évaluer l'effet de la concentration de l'actionnariat institutionnel sur l'inclusion des entreprises dans l'indice MASI ESG. Enfin, une discussion met en perspective ces résultats au regard de la littérature existante et des spécificités du marché marocain.

2.3.1. Statistiques descriptives des variables

L'analyse descriptive des variables met en évidence que la proportion moyenne d'entreprises incluses dans l'indice MASI ESG (INCL_ESG) est de 20,4 %, confirmant le caractère sélectif de cet indice. La concentration moyenne de l'actionnariat institutionnel (ACT_INST) s'élève à 26,78 %, avec une dispersion importante (écart-type de 0,3002), traduisant une hétérogénéité marquée entre les entreprises, allant de sociétés sans aucun actionnaire institutionnel à d'autres présentant une forte concentration (jusqu'à 90 % du capital). La taille moyenne des entreprises, mesurée par le logarithme des actifs totaux (TAIL), est de 9,1790, avec un écart-type de 0,8821, indiquant la coexistence de petites et de très grandes capitalisations au sein de l'échantillon. La rentabilité des actifs (ROA) affiche une moyenne faible de 1,93 %, certaines entreprises enregistrant des pertes importantes (valeur minimale de -8,19), ce qui explique l'écart-type relativement élevé (0,4501). Enfin, le ratio d'endettement (ENDT) présente une moyenne de 1,81, mais avec une amplitude extrême allant de -86,30 (entreprises aux capitaux propres négatifs) à 38,93, reflétant des structures financières très diversifiées. Ces résultats soulignent la variabilité des profils financiers et de gouvernance au sein des sociétés cotées marocaines, offrant un terrain d'analyse propice pour évaluer l'effet de la concentration institutionnelle sur l'inclusion ESG.

Tableau N°2 : Statistiques descriptives des variables incluses dans les modèles testés

Variable	Min	Max	Moyenne	Écart type	Observations
INCL_ESG	0.00	1.00	0.2041	0.40362	343
ACT_INST	0.00	0.90	0.2678	0.30021	343
TAIL	6.57	11.79	9.1790	0.88214	343
ROA	-8.19	0.27	0.0193	0.45016	343
ENDT	-86.30	38.93	1.8124	6.57505	343

Source : construction des auteurs

2.3.2. Résultats de Régression logistique binaire

Tableau N°3 : Tableau des coefficients

Variable	Coefficient (B)	Erreur standard	Wald	Ddl	Sig.	Exp(B)	IC 95% Exp(B) inf	IC 95% Exp(B) sup
ACT_INST	2,258	0,494	20,885	1	0,000	9,564	3,631	25,189
TAIL	0,794	0,191	17,273	1	0,000	2,212	1,521	3,217
ROA	2,661	2,854	0,870	1	0,351	14,313	0,053	3845,24
ENDT	0,152	0,048	10,098	1	0,001	1,164	1,060	1,278
Constante	-9,962	1,858	28,742	1	0,000	0,000		

Source : construction des auteurs

Les résultats de la régression logistique indiquent que l'actionnariat institutionnel (ACT_INST) présente un coefficient positif $B = 2,258$ et hautement significatif ($p < 0,001$), avec un odds ratio = 9,564. Cela signifie qu'une augmentation de l'actionnariat institutionnel multiplie par environ 9,56 les chances d'inclusion d'une entreprise dans l'indice, L'intervalle de confiance à 95 % (3,631 – 25,189) confirme la précision et la robustesse de cette estimation.

Parmi les variables de contrôle, la taille de l'entreprise (TAIL) est également significative ($B = 0,794$; $p < 0,001$; OR = 2,212), indiquant que les grandes entreprises ont environ deux fois plus de chances d'être incluses dans l'indice. Le levier financier (ENDT) présente un effet positif mais plus modeste ($B = 0,152$; $p = 0,001$; OR = 1,164), traduisant une augmentation d'environ 16 % des chances d'inclusion pour chaque unité supplémentaire de levier.

En revanche, la rentabilité des actifs (ROA) n'est pas statistiquement significative ($B = 2,661$; $p = 0,351$), malgré un odds ratio élevé (14,313). L'intervalle de confiance très large (0,053 – 3 845,241) traduit une forte incertitude autour de cette estimation, ce qui empêche de conclure à un effet fiable de la rentabilité dans ce modèle.

2.3.3. Évaluation statistique du modèle

➤ Test de l'omnibus

Tableau N°4 : Tests composites des coefficients du modèle

	Khi-deux	Ddl	Sig.
Pas 1 Modèle	65,382	4	,000

Source : construction des auteurs

Le tableau 4 présente les résultats du test des coefficients du modèle, également appelé test de l'omnibus, qui permet de vérifier si le modèle global incluant les variables explicatives améliore significativement la prédiction de la variable dépendante par rapport à un modèle nul (modèle sans aucune variable indépendante). Ce test repose sur la statistique du Khi-deux (χ^2).

Dans notre cas, la valeur du Khi-deux est de 65,382, avec un degré de liberté (ddl) de 4 et un niveau de signification (Sig.) égal à ,000. Ce résultat est hautement significatif au seuil de 1 %, ce qui indique que l'introduction des variables explicatives, y compris l'actionnariat institutionnel, permet une amélioration significative du modèle. Autrement dit, les variables explicatives apportent une contribution significative à la prédiction du niveau d'inclusion, justifiant ainsi l'utilisation du modèle retenu.

➤ **Pseudo R² de Cox & Snell et de Nagelkerke**

Tableau N°5 : Capacité explicative du modèle

Pas	Log de vraisemblance (-2)	R-deux de Cox et Snell	R-deux de Nagelkerke
1	281,740 ^a	,174	,273

Source : construction des auteurs

Le tableau 5 présente les pseudo R² du modèle, qui permettent d'estimer la part de la variance de la variable dépendante expliquée par le modèle. Contrairement au R² classique utilisé en régression linéaire, les pseudo R² en régression logistique n'ont pas d'interprétation directe comme des pourcentages, mais ils donnent une indication de la qualité du modèle.

- Le R² de Cox & Snell est de 0,174, ce qui suggère que le modèle explique environ 17,4 % de la variance de la variable dépendante.
- Le R² de Nagelkerke, qui est une version ajustée du Cox & Snell pour permettre une échelle allant jusqu'à 1, atteint 0,273. Cela signifie que le modèle explique environ 27,3 % de la variabilité du niveau d'inclusion.

Ces valeurs, bien qu'intermédiaires, sont tout à fait acceptables dans le cadre d'une analyse portant sur des phénomènes sociaux et économiques, où de nombreux facteurs interviennent. Elles témoignent de la pertinence des variables explicatives choisies, en particulier de l'actionnariat institutionnel, pour expliquer l'inclusion.

➤ **Test de Hosmer et Lemeshow**

Tableau N°6 : Test de Hosmer et Lemeshow

Pas	Khi-deux	Ddl	Sig.
1	3,930	8	,863

Source : construction des auteurs

Le test de Hosmer et Lemeshow est utilisé pour évaluer la qualité de l'ajustement du modèle aux données observées. Il repose également sur une statistique de Khi-deux. Dans notre analyse,

ce test affiche une valeur de 3,930 avec 8 degrés de liberté et un niveau de signification (p-value) de ,863.

Une p-value supérieure à 0,05 indique que les écarts entre les valeurs observées et les valeurs prédites par le modèle ne sont pas statistiquement significatifs. Par conséquent, nous ne rejetons pas l'hypothèse nulle selon laquelle le modèle est bien ajusté. Ce résultat confirme que le modèle est adéquat pour expliquer la relation entre les variables indépendantes et la variable dépendante (inclusion), ce qui renforce la robustesse de l'interprétation des coefficients.

Les résultats obtenus mettent en évidence un effet positif et significatif de la concentration de l'actionnariat institutionnel sur l'inclusion dans le MASI ESG, ce qui rejoint les conclusions de Bushee (1998) et Shleifer & Vishny (1986) selon lesquelles les investisseurs institutionnels jouent un rôle clé dans la promotion des bonnes pratiques de gouvernance. Ce constat est également en ligne avec Harjoto & Jo (2011) et Dyck et al. (2019), qui soulignent la capacité des institutionnels à favoriser l'intégration des entreprises dans des indices ESG. De même, la relation positive entre la taille de l'entreprise et l'inclusion ESG confirme les travaux de Roberts (1992) et Cormier & Magnan (2003), mettant en avant les ressources accrues et la visibilité médiatique comme moteurs d'engagement ESG. Le résultat positif associé à l'endettement corrobore les arguments de Jensen & Meckling (1976) et Shahzad et al. (2016), selon lesquels la pression des créanciers incite à de meilleures pratiques de gouvernance. En revanche, l'absence de lien significatif entre la rentabilité (ROA) et l'inclusion ESG diverge des travaux de Waddock & Graves (1997) et Orlitzky et al. (2003), mais se rapproche des conclusions de McWilliams & Siegel (2000) et Margolis & Walsh (2003), qui avancent que les décisions ESG sont davantage dictées par des facteurs institutionnels et réglementaires que par la performance financière immédiate.

Conclusion

Cet article avait pour objectif d'analyser l'impact de la concentration de l'actionnariat institutionnel sur l'inclusion des entreprises cotées dans l'indice MASI ESG de la Bourse de Casablanca. À travers un modèle logit binaire appliqué à un échantillon de 60 sociétés marocaines sur la période 2019–2024, les résultats mettent en évidence une relation positive et significative entre la concentration institutionnelle et la probabilité d'intégration dans l'indice ESG. Ces résultats confirment que les investisseurs institutionnels, grâce à leurs ressources, leur expertise et leur horizon d'investissement à long terme, constituent des acteurs déterminants dans la diffusion des pratiques de gouvernance durable et de responsabilité sociétale au sein des entreprises marocaines.

Sur le plan théorique, cette étude contribue à enrichir la littérature sur la gouvernance d'entreprise et la finance durable en contexte émergent, en démontrant empiriquement le rôle de l'actionnariat institutionnel dans la promotion des critères ESG. Elle mobilise la théorie de l'agence et celle des parties prenantes pour expliquer comment la présence d'actionnaires institutionnels favorise un meilleur alignement entre les dirigeants et les exigences de durabilité. Sur le plan empirique, elle constitue l'une des premières études quantitatives au Maroc à relier la structure actionnariale à l'inclusion dans le MASI ESG, fournissant ainsi des éléments utiles aux décideurs publics, aux investisseurs et aux gestionnaires d'entreprise désireux d'intégrer les critères extra-financiers dans leurs stratégies.

Cependant, plusieurs limites doivent être reconnues. D'abord, la disponibilité restreinte et incomplète des données sur l'actionnariat institutionnel et les scores ESG a limité la taille de l'échantillon et la précision des estimations. Ensuite, la période d'observation relativement courte (2019–2024) ne permet pas de capturer pleinement les dynamiques temporelles des comportements institutionnels ni les effets de long terme des politiques ESG. De plus, l'étude se focalise exclusivement sur la concentration institutionnelle sans distinguer la nature des investisseurs (locaux vs étrangers, actifs vs passifs), ni prendre en compte d'autres types d'actionnariat tels que familial, étatique ou salarié, dont l'influence peut s'avérer déterminante. Ces limites ouvrent la voie à plusieurs perspectives de recherche. Une première piste consisterait à élargir l'analyse à d'autres formes d'actionnariat pour évaluer leurs effets comparatifs sur la performance ESG. Une seconde perspective pourrait porter sur l'étude de la gouvernance interne et du rôle des conseils d'administration dans la médiation entre structure de propriété et durabilité. Enfin, une approche longitudinale ou multi-pays, notamment dans la région MENA, permettrait d'examiner comment les cadres institutionnels, réglementaires et culturels modèrent cette relation.

En définitive, cet article contribue à une meilleure compréhension des déterminants de l'intégration ESG sur le marché marocain et met en lumière le rôle stratégique des investisseurs institutionnels dans la transition vers une finance plus durable. Elle appelle à renforcer la transparence extra-financière, à élargir la base de données disponibles et à promouvoir une gouvernance alignée sur les standards internationaux de durabilité.

Bibliographie

- (1) Białkowski, J., Gottschalk, K., & Wisniewski, T. P. (2015). The impact of institutional investors on corporate social responsibility: Evidence from Europe. *Journal of Corporate Finance*, 35, 1–15.

- (2) Cheng, B., Ioannou, I., & Serafeim, G. (2014). Corporate social responsibility and access to finance. *Strategic Management Journal*, 35(1), 1–23.
- (3) Clark, G. L., Feiner, A., & Viehs, M. (2015). From the stockholder to the stakeholder: How sustainability can drive financial outperformance. *University of Oxford, Smith School of Enterprise and the Environment*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.2508281>
- (4) David, P., Bloom, M., & Hillman, A. J. (2007). Investor activism, managerial responsiveness, and corporate social performance. *Strategic Management Journal*, 28(1), 91–100. <https://doi.org/10.1002/smj.571>
- (5) Delmas, M. A., & Burbano, V. C. (2011). The drivers of greenwashing. *California Management Review*, 54(1), 64–87. <https://doi.org/10.1525/cmr.2011.54.1.64>
- (6) Dimson, E., Karakaş, O., & Li, X. (2015). Active ownership. *Review of Financial Studies*, 28(12), 3225–3268. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhv044>
- (7) Donaldson, L., & Davis, J. H. (1991). Stewardship theory or agency theory: CEO governance and shareholder returns. *Australian Journal of Management*, 16(1), 49–64. <https://doi.org/10.1177/031289629101600103>
- (8) Dyck, A., Lins, K. V., Roth, L., & Wagner, H. F. (2019). Do institutional investors drive corporate social responsibility? International evidence. *Journal of Financial Economics*, 131(3), 693–714. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2018.09.003>
- (9) Eurosif. (2018). *European SRI Study 2018*.
- (10) Freeman, R. E. (1984). *Strategic management: A stakeholder approach*. Boston: Pitman.
- (11) Friede, G., Busch, T., & Bassen, A. (2015). ESG and financial performance: Aggregated evidence from more than 2000 empirical studies. *Journal of Sustainable Finance & Investment*, 5(4), 210–233. <https://doi.org/10.1080/20430795.2015.1118917>
- (12) Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305–360. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)
- (13) Khan, M., Serafeim, G., & Yoon, A. (2016). Corporate sustainability: First evidence on materiality. *The Accounting Review*, 91(6), 1697–1724. <https://doi.org/10.2308/accr-51383>
- (14) Lopez de Silanes, F., McCahery, J. A., & Pudschedl, P. C. (2021). Institutional investors and ESG preferences. *ECGI Finance Working Paper*.
- (15) Margolis, J. D., & Walsh, J. P. (2003). Misery loves companies: Rethinking social initiatives by business. *Administrative Science Quarterly*, 48(2), 268–305.
- (16) MSCI. (2020). *ESG ratings methodology*. MSCI ESG Research LLC.

- (17) Neubaum, D. O., & Zahra, S. A. (2006). Institutional ownership and corporate social performance: The moderating effects of investment horizon, activism, and coordination. *Journal of Management*, 32(1), 108–131. <https://doi.org/10.1177/0149206305277797>
- (18) Oh, W.-Y., Park, S., & Ghauri, P. N. (2013). Doing right, investing right: Socially responsible investing and shareholder activism in Korea. *Long Range Planning*, 46(3), 200–214. <https://doi.org/10.1016/j.lrp.2012.09.001>
- (19) Orlitzky, M., Schmidt, F. L., & Rynes, S. L. (2003). Corporate social and financial performance: A meta-analysis. *Organization Studies*, 24(3), 403–441.
- (20) Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1986). Large shareholders and corporate control. *Journal of Political Economy*, 94(3), 461–488. <https://doi.org/10.1086/261385>
- (21) Soliman, M. (2021). Institutional ownership and environmental, social, and governance performance: Evidence from emerging markets. *Journal of Sustainable Finance & Investment*, 11(4), 291–309.
- (22) Suchman, M. C. (1995). Managing legitimacy: Strategic and institutional approaches. *Academy of Management Review*, 20(3), 571–610. <https://doi.org/10.5465/amr.1995.9508080331>
- (23) Sustainalytics. (2019). *ESG risk ratings methodology*. Sustainalytics.
- (24) Tamimi, N., & Sebastianelli, R. (2017). Transparency among S&P 500 companies: An analysis of ESG disclosure scores. *Management Decision*, 55(8), 1660–1680. <https://doi.org/10.1108/MD-01-2017-0018>
- (25) Zhang, L., Cheng, S., & Wang, X. (2022). Institutional ownership and corporate ESG performance: Evidence from China. *Journal of Business Ethics*, 179(4), 1021–1037.
- (26) Zhou, X., Huang, Y., & Ding, Y. (2023). The impact of institutional ownership structure on corporate ESG performance. *Journal of Corporate Finance*, 75, 102118.