

**L'EFFET DES CRITERES ESG<sup>1</sup> SUR LES DECISIONS  
D'INVESTISSEMENT**

**THE EFFECT OF ESG CRITERIA ON INVESTMENT DECISIONS**

**Abdelkbir ELOUIDANI**

Professeur de l'enseignement supérieure à la Faculté des Sciences Juridiques, Économiques et Sociales, Laboratoire d'Études et Recherche en Economie et Gestion, Université Ibn Zohr-Agadir, Maroc. [a.elouidani@uiz.ac.ma](mailto:a.elouidani@uiz.ac.ma)

**Ahmed OUTOUZZALT**

Doctorant à la Faculté des Sciences Juridiques, Économiques et Sociales, Laboratoire d'Études et Recherche en Economie et Gestion, Université Ibn Zohr-Agadir, Maroc.  
[ahmed.outouzzalt@edu.uiz.ac.ma](mailto:ahmed.outouzzalt@edu.uiz.ac.ma)

**Rania EL OUIDANI**

Doctorante à la Faculté des Sciences Juridiques, Économiques et Sociales, Laboratoire d'Études et Recherche en Economie et Gestion, Université Ibn Zohr-Agadir, Maroc.  
[rania.elouidani@edu.uiz.ac.ma](mailto:rania.elouidani@edu.uiz.ac.ma)

**Résumé**

L'investissement durable, contrairement aux autres approches, ne requiert pas de rejeter des investissements au regard de leurs secteurs d'activité ou d'investir dans des instruments spécialisés. Il entraîne simplement de prendre en compte les critères de l'environnement, le sociale et la gouvernance dans la prise de décision d'investissement. Les questions environnementales, sociales et de gouvernance sont considérées comme les trois piliers de la durabilité, et leur intégration dans les décisions d'investissement est en pleine croissance dans le monde entier. Au Maroc, la bourse de Casablanca a mis en place en 2018 un indice boursier nommé « Casablanca ESG 10 ». Cet indice calcule la performance des cours boursiers des entreprises socialement responsables sur la base de critères environnementaux, sociaux et de gouvernance. C'est un dispositif de reconnaissance et de prise en compte des engagements sociaux et environnementaux, ce qui entraîne un terrain de recherche promoteur. Par conséquent, Cette étude nous a permis de mettre en évidence des facteurs environnementaux, sociaux et de gouvernance d'entreprise qui influencent la décision d'investissement chez les

---

<sup>1</sup> Environnement, Sociale et Gouvernance

investisseurs individuels marocains. Les résultats ont montré que les critères sociaux et de gouvernance est parmi les facteurs jugés significatifs par notre modèle de recherche qui affecte directement l'intention d'investissement et indirectement la participation au marché boursier.

**Mots-clés :** Investissement durable ; Comportement des investisseurs ; ESG ; Marché boursier

### **Abstract**

Sustainable investment, unlike other approaches, does not require rejecting investments based on their sector of activity or investing in specialized instruments. It simply entails taking environmental, social and governance criteria into account when making investment decisions. Environmental, social and governance issues are considered the three pillars of sustainability, and their integration into investment decisions is growing worldwide. In Morocco, the Casablanca Stock Exchange introduced a stock market index in 2018 called "Casablanca ESG 10". This index calculates the stock price performance of socially responsible companies based on environmental, social and governance criteria. It is a device for recognizing and taking into account social and environmental commitments, which leads to a promoting research field. Therefore, this study allowed us to identify environmental, social and corporate governance factors that influence the investment decision among Moroccan individual investors. The results showed that social and governance criteria is among the factors deemed significant by our research model that directly affects investment intention and indirectly affects participation in the stock market.

**Keywords:** Sustainable investment; Investor's behavior; ESG; Stock market.

### **Introduction**

Selon un récent sondage de RBC gestion mondiale d'actifs, la présente pandémie a poussé plusieurs investisseurs institutionnels à accorder plus d'attention aux critères environnement, social et gouvernance (ESG) dans leur démarche d'investissement. Et donc La pandémie de COVID-19 commence à changer la perception des investisseurs envers les critères de l'investissement durable.

Lors de l'investissement, les questions de l'investissement durable tiennent compte de divers aspects non financiers de la performance d'une entreprise, par exemple l'impact opérationnel de l'entreprise sur l'environnement naturel (par exemple : les émissions de carbone, l'énergie et la consommation d'eau), la société (par exemple, les principes du commerce équitable, la santé,

la sécurité et la sécurité des produits) et la qualité de la gouvernance d'entreprise (par exemple : la corruption, l'indépendance du conseil d'administration et la protection des parties prenantes),

L'intérêt du secteur financier pour le développement durable s'accélère rapidement, car les victimes de la non-durabilité sont à la fois les êtres humains et la planète elle-même. Le développement durable est une intégration de trois facteurs fondamentaux : environnementale, sociale et économique (Hansmann et al, 2012). Les questions ESG (environnement sociale, et gouvernance) sont considérées comme les trois piliers de la durabilité, et leur intégration dans les décisions d'investissement est en pleine croissance dans le monde entier (10,37 billions de dollars US) (GSIA, 2016).

Au Maroc la recherche dans le domaine d'investissement durable et la RSE est de plus en plus intéressante, et plus particulièrement avec la mise en place, en septembre 2018, de l'indice boursier « Casablanca ESG 10 ». C'est un dispositif de reconnaissance et de prise en compte des engagements sociaux et environnementaux, ce qui entraîne un terrain de recherche promoteur. Par conséquent, la présente étude vise à contribuer à l'étude de la finance comportementale en évaluant la prise en compte des critères ESG dans les décisions d'investissement sur le marché boursier marocain.

Cette étude entraîne des intérêts pratiques pour les entreprises qui s'intéressent à attirer des investisseurs socialement responsables, agir de manière durable et créer de la valeur. Les régulateurs peuvent également identifier l'importance de cet aspect et élaborer des règles et des réglementations pour améliorer les rapports et les performances ESG. Les investisseurs bénéficieront à leur tour d'un investissement durable en garantissant leur responsabilité envers l'environnement, le social et la gouvernance des entreprises.

Ce travail est une exploration des préférences des investisseurs pour les questions ESG sur la prise de décision d'investissement.

La question centrale de ce travail s'inscrit dans cette perspective : **Dans quelles mesures les critères environnementaux, sociaux et de gouvernance (ESG) influencent-ils les décisions d'investissements des investisseurs individuels au marché boursier marocain ?**

Ce travail s'inscrit dans le prolongement des travaux antérieurs sur la relation entre les facteurs ESG et la finance comportementale appliquées à d'autres contextes, que nous allons aborder dans ce travail. Ainsi cette étude contribue à enrichir les fondements théoriques sur la relation entre critères ESG et décision d'investissement en proposant un modèle théorique qui se base

sur les études empiriques antérieures menées dans plusieurs contextes tout en appliquant la théorie du comportement planifié. De ce fait, la question de la prise en compte des critères ESG dans les décisions d'investissement est d'un intérêt certain aussi bien sur le plan académique, que professionnel.

## **I. REVUE DE LITTÉRATURE**

L'investissement durable, contrairement aux autres approches, ne requiert pas de rejeter des investissements au regard de leurs secteurs d'activité ou d'investir dans des instruments spécialisés. Il entraîne simplement de prendre en compte les critères de l'environnement, le sociale et la gouvernance (ESG) dans la prise de décision d'investissement, pour assurer que tous les facteurs pertinents sont pris en compte pour l'évaluation du risque et du rendement. Et donc les considérations environnementales, sociales et de gouvernance sont primordiales pour la prise de décision d'investissement, en particulier dans le contexte de la performance globale des entreprises et de l'évaluation des risques (Derwall, 2007).

Au Maroc, la bourse des valeurs de Casablanca a mis en place son propre indice ESG en septembre 2018 nommé « Casablanca ESG 10 ». Cet indice calcule la performance des cours boursiers des entreprises socialement responsables, cotées à la Bourse de Casablanca en s'appuyant sur les scores obtenus par ces entreprises sur la base de critères environnementaux, sociaux et de qualité de gouvernance développée en collaboration avec l'agence ESG Vigeo Eiris.

Différents investisseurs utilisent différentes stratégies pour prendre leur décision. Un groupe d'investisseurs peut ne considérer que les résultats financiers d'un investissement et prendre sa décision en conséquence, tandis qu'un autre groupe d'investisseurs peut considérer à la fois les résultats financiers et les questions ESG dans sa décision d'investissement.

### **1.1. L'environnement et le comportement des investisseurs**

Le fonctionnement de l'économie et de la société doit tenir compte de l'environnement et du changement climatique en raison des effets de va-et-vient des transformations sociales, du développement économique, de la pénurie des ressources naturelles et de la croissance démographique (Carolina et al, 2016). Plusieurs études antérieures ont documenté la relation entre les aspects environnementaux et le processus de décision en matière d'investissement. Aux États-Unis, les investisseurs ont déclaré que l'évaluation des questions environnementales

les aide à juger du comportement socialement responsable des entreprises (Berry et al,2013). Les divulgations de pratiques ESG par certaines entreprises françaises ont eu un impact sur la décision d'investissement et l'évaluation des investisseurs en capital-investissement dont les pratiques ou politiques socialement irresponsables en matière d'environnement ont réduit la probabilité d'investissement de 30,8 % (Crifo et al, 2015). Nakamura (2013) a également signalé que la plupart des actionnaires au Japon sont principalement concernés par les politiques environnementales d'une organisation, ce qui est similaire aux conclusions de Zwaan, Brimble et Stewart (2015) en Australie concernant la perception des questions ESG par les membres des fonds de pension. En revanche, le marché boursier brésilien ne reflète pas la prise en compte des questions environnementales dans les décisions d'investissement (Miralles Quirós et al 2018). Avec l'attention croissante des investisseurs du monde entier concernant l'impact des questions environnementales sur la décision d'investissement, il est important d'examiner si les investisseurs au Maroc considèrent les questions environnementales dans leur décision d'investissement.

## **1.2. Les questions sociales et le comportement des investisseurs**

Les questions sociales sont des sujets liés au bien-être, aux droits et aux intérêts des personnes et des communautés, comprenant principalement la santé et la sécurité sur le lieu de travail, les droits de l'homme, le travail des esclaves, des enfants et la servitude pour dettes, les normes de travail dans la chaîne d'approvisionnement, la diversité, la liberté d'expression et la liberté d'association, les relations avec les employés, la gestion du capital humain, les relations avec les communautés locales, la protection des consommateurs (UNPRI, 2015).

Les questions sociales sont l'une des parties dominantes des critères ESG pris en compte par les investisseurs australiens des fonds de pension, les relations entre la communauté et les employés et les droits de l'homme sont pris en compte par les investisseurs dans leurs décisions d'investissement (Zwaan et al., 2015). En outre, les investisseurs australiens accordent une note plus élevée aux questions sociales qu'à d'autres questions telles que l'environnement et la gouvernance (Pérez-Gladish et al 2012). En revanche, les questions sociales ne sont pas évaluées par les investisseurs boursiers au Brésil (Miralles Quirós et al 2018). Dans le monde entier, les investisseurs ont de plus en plus tendance à prendre en compte les questions sociales des entreprises dans lesquelles ils investissent (Zwaan et al., 2015).

### **1.3. La gouvernance des entreprises et le comportement des investisseurs**

La rationalité économique des investisseurs a une corrélation dominante avec les pratiques de gouvernance des entreprises. La rentabilité est essentielle pour l'allocation des ressources, la durabilité des entreprises et le système économique (Busch et al, 2016). La gouvernance d'entreprise est un indicateur important de la rationalité économique des investisseurs, qui tiennent compte des pratiques de gouvernance des entreprises lorsqu'ils prennent leurs décisions d'investissement (Crifo et al., 2015). Giannetti et Simonov (2006) soulignent que les investisseurs sont réticents d'investir dans les entreprises qui sont faibles en termes de gouvernance d'entreprise. Les investisseurs accordent une attention particulière aux questions sociales, à condition qu'elles soient également alignées sur des rendements financiers sains, ce qui indique leur préférence pour les questions de gouvernance de l'entreprise (Pérez-Gladish et al 2012). La gouvernance d'entreprise est privilégiée par 64% des personnes interrogées lors de leur décision d'investissement en Australie (Zwaan et al., 2015), alors que les questions de gouvernance ne sont pas prises en compte par les investisseurs boursiers au Brésil (Miralles Quirós et al 2018). Compte tenu de l'accélération de la prise de conscience mondiale des questions de gouvernance dans la décision d'investissement, il est important d'examiner si les investisseurs au Maroc considèrent les questions de gouvernance dans leur décision d'investissement.

### **1.4. L'intention d'investissement et le comportement des investisseurs**

Lorsqu'il s'agit de prendre des décisions, les investisseurs doivent choisir un certain plan d'action parmi divers scénarios dans un monde d'incertitudes (Kumar, S.; Goyal, N, 2014). L'identification de l'importance relative des déterminants de l'intention comportementale est une étape essentielle de l'étude de l'intention comportementale des investisseurs individuels (Phan, K.C et Zhou. J, 2014). De plus, l'intention est supposée capturer les facteurs de motivation qui influencent un comportement particulier et indiquer la volonté d'une personne d'essayer ou l'effort qu'elle déploie pour adopter ce comportement (Ajzen. I, 1991). Il a été constaté que l'intention d'investissement prédit de manière significative le comportement en relation avec le marché boursier (Sivaramakrishnan, S et Srivastava, M.A.R, 2017). Selon Ajzen (1991), l'intention d'une personne peut prédire son comportement futur car l'intention est une étape préliminaire au modèle de comportement ultérieur. L'intention est une construction attitudinale basée sur des valeurs intrinsèques et joue un rôle important dans la prédiction du

comportement futur d'une personne. Par conséquent, l'intention indique le comportement possible d'une personne à l'avenir (Vuk. K et al 2017).

## **II. METHODOLOGIE**

Notre objectif principal est de déterminer dans quelle mesure les critères environnementaux, sociaux et de gouvernance influencent les décisions d'investissements des investisseurs individuels au marché boursier marocain. Pour atteindre un tel objectif, nous allons essayer de tester les hypothèses, issues des études antérieures sur un échantillon de 101 investisseurs individuels marocains.

Pour les échelles de mesure des variables, nous allons opter pour l'échelle la plus utilisée en sciences de gestion : l'échelle de LIKERT -Roussel (2005). L'échelle se présente ainsi : (1) Pas du tout d'accord ; (2) Pas d'accord ; (3) Sans opinion ; (4) D'accord ; (5) Tout à fait d'accord. Pour toutes les questions, une réponse moyenne positive supérieure à (3) suggère statistiquement un accord avec l'énoncé/la question, une réponse moyenne positive inférieure à (3) implique un désaccord.

La modélisation par les équations structurelles est considérée comme la plus appropriée pour l'analyse de données, car le modèle produit devrait être à la fois significatif sur le fond et statistiquement adapté. L'intérêt de la modélisation par équations structurelles réside essentiellement dans sa capacité à tester de manière simultanée l'existence des relations causales entre plusieurs variables latentes.

### **2.1. Opérationnalisations du fondement théorique**

Le fondement théorique de cette étude est basé sur la théorie du comportement planifié. Selon la théorie du comportement planifié, l'adoption d'un certain comportement par un internaute est déterminée par son intention d'adopter ce comportement (Ajzen, 1988). La Théorie du Comportement Planifié explique que l'Attitude, les Normes subjectives et le Contrôle du comportement perçu déterminent l'Intention du comportement. Cependant, la présente étude n'utilise que la composante "attitude", pour prédire "l'intention d'investissements" en fonction des objectifs de l'étude.

Considérant que l'attitude peut prédire et expliquer le comportement de manière concise et que les attitudes des investisseurs envers différents critères d'investissement ont une importance lors de la prise de décision, les composantes " attitude " et " intention " de la théorie du comportement planifié sont prises en compte. Cette approche nous permet de maintenir l'effet

des critères ESG influençant le comportement des investisseurs tout en conservant le fondement théorique de l'étude. Par conséquent, on a regroupé les variables de cette étude dans chaque catégorie des construits de la théorie du comportement planifié dans le tableau ci-dessous (voir le tableau 1). Dans ce qui suit, nous avons pu développer des hypothèses sur la relation entre les critères ESG et le comportement des investisseurs.

**Tableau 1 : Regroupement des variables de notre étude dans chaque catégorie des construits de la théorie du comportement planifié**

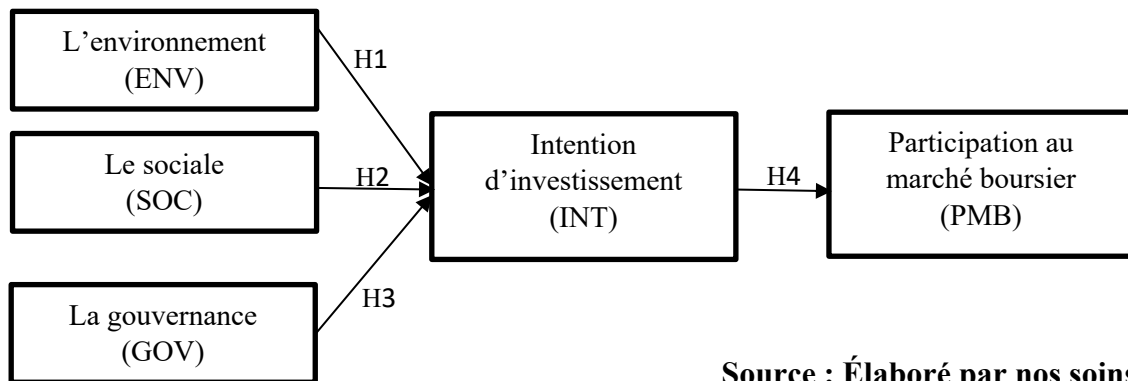
<b>Variables</b>	<b>Construits de la TCP</b>	<b>Définition/explication des construits</b>
L'environnement, Le sociale, La gouvernance	Attitude envers le comportement	L'attitude envers le comportement est définie comme les sentiments positifs ou négatifs de l'individu concernant son comportement (McIvor & Paton, 2007)
Intention d'investissement	Intention	L'intention comportementale est un signe de la volonté d'adopter certains comportements (Ajzen, 1988).
Participation au marché boursier	Comportement	Sillamy (1993) indique que le comportement correspond aux « réactions d'un individu, considéré dans un milieu et dans une unité de temps donnée à une excitation ou un ensemble de stimulation ».

**Source : Élaboré par nos soins**

En se basant sur des études antérieures que nous avons cités dans la revue de littérature, nous avons formulé un modèle conceptuel (Figure 2). Il se compose de 3 variables indépendantes (l'environnement, le sociale et la gouvernance), une variable médiatrice (l'intention d'investissement) et une variable dépendante (participation au marché boursier).



**Figure 2 : Modèle conceptuel**



**Source : Élaboré par nos soins**

Les hypothèses suivantes sont proposées sur la base de la revue de littérature :

**H1 :** Les questions environnementales ont une influence positive sur l'intention d'investissement des investisseurs individuels.

**H2 :** Les questions sociales influencent positivement l'intention d'investissement des investisseurs individuels.

**H3 :** l'intention d'investissement des investisseurs individuels est influencée positivement par les questions de gouvernance

**H4 :** Il existe une relation significative entre l'intention d'investir et la participation au marché boursier.

Hypothèse du rôle médiateur de l'intention d'investissement :

**H5 :** L'intention d'investissement médiate la relation entre les Critères ESG et la participation au marché boursier.

Sous-hypothèses de médiation :

**H5.1 :** L'intention d'investissement médiate la relation entre Les questions environnementales et la participation au marché boursier.

**H5.2 :** L'intention d'investissement médiate la relation entre Les questions sociales et la participation au marché boursier.

**H5.3 :** L'intention d'investissement médiate la relation entre es questions de gouvernance et la participation au marché boursier.

### III. RESULTATS DE L'ANALYSE EMPIRIQUE

Après avoir mettre l'accent sur la méthodologie adoptée dans le cadre de notre recherche. Dans cette section nous allons tester nos hypothèses, issues des travaux antérieurs.

#### 3.1. Analyse de l'échantillon

Les tableaux ci-dessous présentent la répartition des répondants selon le sexe, âge et l'horizon d'investissement.

**Tableau 2 : Analyse descriptive de l'échantillon**

<b>Sexe</b>	<b>Nombre</b>	<b>Pourcentage</b>
Homme	79	79,00%
Femme	21	21,00%
<b>Totale</b>	<b>100</b>	<b>100%</b>
<b>Age</b>	<b>Nombre</b>	<b>Pourcentage</b>
Moins de 25 ans	42	42,00%
25 - 35 ans	24	24,00%
35 - 45 ans	15	15,00%
45 - 55 ans	10	10,00%
Plus de 55 ans	9	9,00%
<b>Totale</b>	<b>100</b>	<b>100%</b>
<b>Horizon d'investissement</b>	<b>Nombre</b>	<b>Pourcentage</b>
Dans moins de 3 ans	51	51,00%
Dans 3 à 5 ans	34	34,00%
Dans 6 à 12 ans	10	10,00%
Dans 13 à 20 ans	2	2,00%
Dans plus de 20 ans	3	3,00%
<b>Totale</b>	<b>100</b>	<b>100%</b>

**Source : Élaboré par nos soins**

On remarque que les hommes constituent la population dominante de notre échantillon avec un taux de 79%. Ainsi que les répondants ayant un âge moins de 25ans constitue la plus grande population de notre échantillon avec un taux de 42% suivi par les répondants ayant un âge entre 25 -35 ans avec un taux de 24%. Aussi, notre échantillon est dominé par des ménages ayant un

horizon d'investissement moins de 3 ans avec un pourcentage de 51% suivi des répondants ayant l'horizon d'investissement entre 3 et 5 ans.

### 3.2. Evaluation de la validité convergente

Pour tester la fiabilité des items, une analyse factorielle confirmatoire a été examinée comme indiqué dans le tableau. Les charges factorielles des items doivent être égales ou supérieures à 0,7 (Hair et al, 2010) (Chin 1998). La fiabilité de l'instrument de mesure a été vérifiée à l'aide du test de fiabilité composite (CR : composite reliability), Alpha de Cronbach et l'AVE. Les tests ont été réalisés en utilisant l'algorithme PLS avec 500 rééchantillons.

**Tableau 3 : Evaluation de la validité convergente**

Variables	Items	Les charges factorielles	Alpha de Cronbach	Fiabilité composite	AVE
ENV	ENV1	0.778	0.773	0.867	0.684
	ENV2	<b>0.612</b>			
	ENV3	0.795			
	ENV4	0.832			
SOC	SOC1	<b>0.683</b>	0.827	0.895	0.740
	SOC2	0.768			
	SOC3	0.863			
	SOC4	0.858			
GOV	GOV1	0.864	0.893	0.925	0.756
	GOV2	0.905			
	GOV3	0.868			
	GOV4	0.840			
INT	INT1	0.711	0.809	0.875	0.639
	INT2	0.854			
	INT3	0.888			
	INT4	0.732			
PMB	PMB1	0.852	0.838	0.892	0.675
	PMB2	0.805			
	PMB3	0.731			
	PMB4	0.890			

**Source : Élaboré par nos soins**

Comme le montre le tableau, presque tous les items dépassent le seuil 0.7, à l'exception de ENV2 ET SOC1 qui sont inférieurs à 0,7. Toutefois, les items ayant un score inférieur à 0,7 doivent être supprimés. Les résultats obtenus pour la fiabilité des construits montrent bien que les construits sont fiables. L'ensemble des variables ont une fiabilité composite et Alpha de Cronbach supérieure à 0.7 et AVE supérieure à 0.5.

**3.3. Evaluation de la validité discriminante**

Après avoir analysé la validité convergente de notre modèle, dans cette sous-section nous allons tester la validité discriminante. Le tableau ci-dessous montre les résultats de l'évaluation du critère de Fornell-Larcker avec la racine carrée de l'AVE des construits sur la diagonale et les corrélations entre les construits en position hors diagonale.

**Tableau 4 : Evaluation du critère de Fornell-Larcker**

Variables	ENV	GOV	INT	PMB	SOC
ENV	0.827				
GOV	0.071	0.870			
INT	0.222	0.523	0.800		
PMB	0.279	0.611	0.725	0.821	
SOC	0.269	0.522	0.542	0.558	0.860

**Source : Élaboré par nos soins**

Dans l'ensemble, on remarque que les racines carrées des AVE pour tous les construits sont supérieures aux corrélations de ces constructions avec d'autres variables latentes dans le modèle conceptuel, ce qui indique que tous les construits sont uniques.

Le tableau ci-dessous illustre le test de Heterotrait-Monotrait ratio (HTMT). Selon Sarstedt (2016) La validité discriminante d'un modèle de mesure est établie si le HTMT ne dépasse pas le seuil de 0.9. On constate donc que le test de HTMT indique une validité discriminante car le seuil de tous les construits ne dépasse pas 0.9. Les résultats obtenus indiquent que tous les critères d'évaluation du modèle ont été remplis.

**Tableau 5 : Test de de Heterotrait-Monotrait ratio (HTMT)**

Variables	ENV	GOV	INT	PMB
GOV	0.107			
INT	0.299	0.607		
PMB	0.343	0.702	0.867	
SOC	0.352	0.582	0.645	0.643

**Source : Élaboré par nos soins**

### 3.4. Test de significativité des hypothèses

L'étape suivante consiste à évaluer les résultats du modèle structurel. Il s'agit de tester la significativité des relation hypothétiques de notre modèle conceptuel.

#### 3.4.1. Test des effets directs

La valeur-p a été utilisé pour évaluer les niveaux de signification. La valeur p est la probabilité de rejeter par erreur une véritable hypothèse nulle, c'est-à-dire de supposer un coefficient de cheminement significatif alors qu'en fait il n'est pas significatif. La méthode de Bootstrapping a été utilisée pour tester les relations hypothétiques de notre modèle conceptuel.

Le tableau ci-dessous présente les tests des hypothèses.

**Tableau 6 : Test des effets directs**

Hypothèses		Beta	Moyenne	Écart-type	Valeurs-t	Valeurs-p	Résultats
<b>H1</b>	<b>ENV -&gt; INT</b>	0.108	0.127	0.106	1.019	0.309	Non validée
<b>H2</b>	<b>SOC -&gt; INT</b>	0.335	0.327	0.126	2.655	0.008	<b>Validée</b>
<b>H3</b>	<b>GOV -&gt; INT</b>	0.340	0.348	0.107	3.186	0.002	<b>Validée</b>
<b>H4</b>	<b>INT -&gt; PMB</b>	0.725	0.731	0.076	9.557	0.001	<b>Validée</b>

**Source : Élaboré par nos soins**

On remarque que les résultats des tests d'hypothèses de H2 (SOC -> INT), H3 (GOV -> INT), et H4 (INT -> PMB) sont significatives, avec une valeur p de 0,008 pour l'hypothèse H2, 0.002 pour H3 et 0.001 pour H4. Indiquant que ces variables ont une relation significative et positive car l'ensemble des betas ont un signe positif et les valeurs-p sont inférieures à 0.05.

#### 3.4.2 Test de effets indirects

D'après l'analyse des effets indirects, l'intention d'investissement a montré un effet médiateur partiel sur la relation entre les critères ESG et la participation au marché boursier. Le test de significativité de l'effet des critères sociaux et de gouvernance par rapport à la participation au marché boursier ont enregistré une valeur p de 0.016 pour H5.2 et 0.007 pour H5.3, ceci indique l'effet médiateur de l'intention d'investissement sur la relation critère sociale et de gouvernance avec la participation au marché boursier. Le tableau ci-dessous présente les résultats de l'effet médiateur de l'intention d'investissement sur les relations proposées.

**Tableau 7 : Test des effets indirects**

	Hypothèses	Beta	Moyenne	Écart-type	Valeurs-t	Valeurs-p	Résultats
<b>H5.1</b>	<b>ENV -&gt; INT -&gt; PMB</b>	0.078	0.093	0.078	1.002	0.317	Non validée
<b>H5.2</b>	<b>SOC -&gt; INT -&gt; PMB</b>	0.243	0.242	0.100	2.423	0.016	<b>Validée</b>
<b>H5.3</b>	<b>GOV -&gt; INT -&gt; PMB</b>	0.247	0.258	0.091	2.718	0.007	<b>Validée</b>

**Source : Élaboré par nos soins**

### 3.5. Évaluation de la qualité d'ajustement du modèle conceptuel

Dans cette étude nous avons évalué la qualité de notre modèle par 3 indicateurs à savoir : le coefficient de détermination  $R^2$  et la pertinence prédictive  $Q^2$ .

**Tableau 8 : Évaluation de la qualité d'ajustement du modèle conceptuel**

Variables	$R^2$	$R^2$ Ajusté	$Q^2$
<b>INT</b>	0.384	0.364	0.233
<b>PMB</b>	0.526	0.521	0.339

**Source : Élaboré par nos soins**

Dans les recherches universitaires axées sur les sciences de gestion, des valeurs  $R^2$  de 0,75, 0,50 ou 0,25 pour les variables latentes endogènes peuvent, en règle générale, être respectivement qualifiées de substantielles, modérées ou faibles (Hair et al., 2011 ; Henseler et al., 2009).

On remarque que  $R^2$  de l'intention d'investissement et de la participation au marché boursier est respectivement égale à 0.384 et 0.526 ce qui signifie que le modèle a un pouvoir prédictif acceptable. Aussi, la valeur de  $R^2$  ajusté de l'intention d'investissement et de la participation au marché boursier est respectivement égale 0.364 et 0.521 ce qui signifie le degré de robustesse du modèle est qualifié de modéré si on prenait un échantillon différent provenant de la même population.

En plus d'évaluer l'ampleur des valeurs  $R^2$  comme critère de précision prédictive, il est également nécessaire d'examiner la valeur  $Q^2$  de Stone-Geisser (Geisser, 1974 ; Stone, 1974).

Dans le modèle structurel, les valeurs  $Q^2$  supérieures à zéro pour une variable latente endogène indiquent la pertinence prédictive du modèle de cheminement pour un construit dépendant

particulier. Le tableau ci-dessus nous montre que les deux valeurs de  $Q^2$  est supérieure à zéro, ce qui soutient l'affirmation selon laquelle ce modèle d'étude a une capacité de prédiction adéquate.

### **3.6. Discussion**

D'après les résultats trouvés, nous avons montré qu'il existe une relation significative entre le critère sociale et le comportement des investisseurs, validant ainsi notre hypothèse de base (H2). En effet, les investisseurs prennent des décisions d'investissement en prenant en considération les critères sociaux des entreprises cibles. Ceci rejoint aux résultats de Zwaan et al (2015) et Pérez-Gladish et al (2012) qui ont montré que toute décision d'investissement est prise en prenant en considération des critères sociaux des entreprises cotées.

En outre, l'hypothèse (H3) de significativité de la relation entre le critère de gouvernance et l'intention d'investissement est validée. Ce qui est conforme aux conclusions des études précédentes (Crifo et al., 2015) ; (Giannetti et Simonov, 2006) (Pérez-Gladish et al 2012). (Zwaan et al., 2015). En effet, La gouvernance d'entreprise est un indicateur important de la rationalité économique des investisseurs, qui tiennent compte des pratiques de gouvernance des entreprises lorsqu'ils prennent leurs décisions d'investissement.

Ainsi l'hypothèse globale H5 du rôle médiateur de l'intention d'investissement dans la relation entre critère ESG et comportement d'investissement est validée partiellement. Les deux hypothèses de médiation H5.2 et H5.3 qui sont acceptée. En effet, Les investisseurs accordent une attention particulière aux questions sociales et gouvernance, ce qui conforme à la conclusion de Pérez-Gladish et al (2012). Par contre, les résultats de notre étude ont démontré d'une part la non signification de la relation entre le critère de l'environnement et l'intention d'investir (H1), et d'autre part la non significativité de l'effet médiateur de l'intention d'investissement sur la relation entre critère de l'environnement et la participation au marché boursier (H5.1). Ceci est conforme aux résultats de Miralles Quirós et al (2018) qui ont montré que le marché boursier brésilien ne reflète pas la prise en compte des questions environnementales dans les décisions d'investissement.

Conformément aux conclusions de Phan, Zhou. J (2014), Sivaramakrishnan, S et Srivastava, M.A.R, 2017), l'hypothèse H4 est validée. En effet, l'intention d'investissement peut prédire le comportement d'investissement car c'est une étape préliminaire au modèle de comportement ultérieur. L'intention est une construction attitudinale basée sur des valeurs intrinsèques et joue un rôle important dans la prédiction du comportement futur d'une personne.

## **Conclusion**

Selon les théories financières traditionnelles, les investisseurs prennent des décisions rationnelles en obtenant toutes les informations disponibles sur le marché. Toutefois, les études antérieures montrent que les questions de l'environnement, le sociale et la gouvernance (ESG) tiennent compte de divers aspects non financiers de la performance d'une entreprise, par exemple l'impact opérationnel de l'entreprise sur l'environnement naturel (la pollution, l'énergie et la consommation d'eau), la société (les principes du commerce équitable, la santé, la sécurité des produits et la philanthropie) et la qualité de la gouvernance d'entreprise (la corruption, l'indépendance du conseil d'administration et la protection des parties prenantes).

Cette recherche nous a permis de mettre en évidence des facteurs environnementaux, sociaux et de gouvernance d'entreprise qui influencent la décision d'investissement chez les investisseurs individuels marocains en établissant les relations qui les lient. Les résultats ont montré que les critères sociaux et de gouvernance sont parmi les facteurs jugés significatifs par notre modèle de recherche qui affecte directement l'intention d'investissement et indirectement la participation au marché boursier.

Ceci dit tout travail n'est pas sans limitations. Premièrement, l'étude propose un nombre limité de variables. Ainsi, le modèle de recherche proposé peut être étendu en incorporant des facteurs supplémentaires influencent les décisions d'investissement des investisseurs. Enfin, l'étude est basée sur un seul fondement théorique, à savoir la théorie du comportement planifié. Les perspectives théoriques pourraient être élargies dans le cadre de recherches futures en incorporant d'autres théories qui sont pertinentes pour ce sujet.



## Bibliographie

- Ajzen, I. *From intentions to actions: A theory of planned behavior*. In *Action Control*; Springer: Berlin/Heidelberg, Germany, 1985; pp. 11–39
- Ajzen, I. *The theory of planned behavior*. *Organ. Behav. Hum. Decis. Process.* 1991, 50, 179–211.
- Berry, T. C., & Junkus, J. C. (2013). *Socially responsible investing: An investor perspective*. *Journal of Business Ethics*, 112, 707-720.
- Busch, T.; Bauer, R.; Orlitzky, M. *Sustainable development and financial markets: Old paths and new avenues*. *Bus. Soc.* 2016, 55, 303–329.
- Carolina Rezende de Carvalho Ferreira, M.; Amorim Sobreiro, V.; Kimura, H.; Luiz de Moraes Barboza, F. *A systematic review of literature about finance and sustainability*. *J. Sustain. Financ. Invest.* 2016, 6, 112–147.
- Chin, W. W. (1998). *The partial least squares approach to structural equation modeling*. In G. A. Marcoulides (Ed.), *Modern methods for business research*, 295-358.
- Crifo, P., Forget, V. D., & Teyssier, S. (2015). *The price of environmental, social and governance practice disclosure: An experiment with professional private equity investors*. *Journal of Corporate Finance*, 30, 168–194.
- Dockalová, M.P.; Kocmanová, A. *Comparison of sustainable environmental, social, and corporate governance value added models for investors decision making*. *Sustainability* 2018, 10, 649.
- Escrig-Olmedo, E.; Muñoz-Torres, M.J.; Fernández-Izquierdo, M.Á. *Sustainable development and the financial system: Society's perceptions about socially responsible investing*. *Bus. Strategy Environ.* 2013, 22, 410–428.
- Geisser, S. (1974). *A predictive approach to the random effects model*. *Biometrika*, 61, 101–107.
- Giannetti, M., & Simonov, A. (2006). *Which investors fear expropriation? Evidence from investors' portfolio choices*. *The Journal of Finance*, 61(3), 1507-1547.
- GSIA. *The 2016 Global Sustainable Investment Review; Global Sustainable Investment Alliance (GSIA): Washington, DC, USA, 2016.*

- Hair Jr, J. F., Hult, G. T. M., Ringle, C., et Sarstedt, M. (2016). *A primer on partial leastsquares structural equation modeling (PLS-SEM)*. Sage publication.
- Hair, J., Black, W., Babin, B., and Anderson, R. (2010). *Multivariate data analysis (7th ed.)*: Prentice-Hall, Inc. Upper Saddle River, NJ, USA. p618-620.
- Hansmann, R.; Mieg, H.A.; Frischknecht, P. *Principal sustainability components: Empirical analysis of synergies between the three pillars of sustainability*. *Int. J. Sustain. Dev. World Ecol.* 2012, 19, 451–459.
- Jagongo, A.; Mutswenje, V.S. *A survey of the factors influencing investment decisions: The Case of Individual Investors at the NSE*. *Int. J. Humanit. Soc. Sci.* 2014, 4, 92–102.
- Kumar, S.; Goyal, N. *Behavioural biases in investment decision making—A systematic literature review*. *Qual. Res. Financ. Mark.* 2014, 7, 88–108.
- Martí-Ballester, C.P. *Investor reactions to socially responsible investment*. *Manag. Decis.* 2015, 53, 571–604.
- Miralles-Quirós, M.M.; Miralles-Quirós, J.L.; Valente Gonçalves, L.M. *The value relevance of environmental, social, and governance performance: The Brazilian case*. *Sustainability* 2018, 10, 574.
- Nakamura, E. (2013). *The impact of shareholders' types on corporate social responsibility: Evidence from Japanese firms*. *Journal of Global Responsibility*, 4(1), 113-130.
- Pérez-Gladish, B.; Benson, K.; Faff, R. *Profiling socially responsible investors: Australian evidence*. *Aust. J. Manag.* 2012, 37, 189–209.
- Phan, K.C.; Zhou, J. *Factors Influencing Individual Investor Behavior: An Empirical Study of the Vietnamese Stock Market*. *Am. J. Bus. Manag.* 2014, 3, 77–94.
- RBC. (2021). *Selon le dernier sondage de RBC Gestion mondiale d'actifs, l'adoption des critères ESG se répand à l'échelle mondiale, la COVID-19 changeant la perception des investisseurs quant aux critères d'ordre social*. Récupéré sur rbcgam: <https://www.rbcgam.com/fr/ca/about-us/news-release/selon-le-dernier-sondage-de-rbc-gestion-mondiale-dactifs-ladoption-des-criteres-esg-se-repand-a-lechelle-mondiale-la-covid-19-changeant-la-perception-des-investisseurs-quant-aux-criteres-dordre-social>
- Reinartz, Werner Haenlein, Michael Henseler, Jörg. (2009). *An Empirical Comparison of the Efficacy of Covariance-Based and Variance-Based SEM*. *International Journal of Research in Marketing*. 26. 332-344.

- Renneboog, L.; Ter Horst, J.; Zhang, C. *Socially responsible investments: Institutional aspects, performance, and investor behavior*. *J. Bank. Financ.* 2008, 32, 1723–1742.
- Sillamy N. *Dictionnaire usuel de psychologie*, Bordas, Paris, 1993, 768 p.
- Sivaramakrishnan, S.; Srivastava, M.A.R. *Attitudinal factors, financial literacy, and stock market participation*. *Int. J. Bank Mark.* 2017, 35.
- UNPRI. *United Nations Principles of Responsible Investments*. Available online: <https://www.unpri.org/> (accessed on 15 July 2015).
- Von Wallis, M.; Klein, C. *Ethical requirement and financial interest: A literature review on socially responsible investing*. *Bus. Res.* 2015, 8, 61–98.
- Vuk, K.; Pifar, A.; Aleksić, D. *Should I, Would I, Could I: Trust and Risk Influences on Intention to Invest*. *Dyn. Relatsh. Manag. J.* 2017, 6, 61–67.
- Webster, J., and Watson, R. T. 2002. "Analyzing the Past to Prepare for the Future: Writing a Literature Review," *MIS Quarterly* (26:2), pp. xiii-xxiii.
- Zwaan, L. D, Brimble, M., & Stewart, J. (2015). *Member perceptions of ESG investing through superannuation*. *Sustainability Accounting, Management and Policy Journal*, 6(1), 79-102.

## Annexe :

Tableau 9 : Opérationnalisation des variables

Variables	Codes	Items
Participation au marché boursier (PMB)	PMB1	J'investis dans des actions dont je pense qu'elles vont certainement croître
	PMB2	J'investis dans des actions dont je peux obtenir des bénéfices plus rapidement
	PMB3	J'achète et je vends souvent des actions/parts
	PMB4	Je gère mon portefeuille en vue d'obtenir un rendement maximal
Intention d'investissement (INT)	INT1	J'ai l'intention d'investir dans des actions et/ou des OPCVM
	INT2	Je pense que la bourse est un canal d'investissement attractif.
	INT3	Je suis susceptible d'investir sur le marché des actions dans l'avenir proche.
	INT4	J'encouragerai mes amis et ma famille à investir en bourse.
L'environnement (ENV)	ENV1	Je souhaite investir dans des entreprises qui s'intéressent aux risques liés au changement climatique
	ENV2	Je souhaite investir dans les entreprises qui s'intéressent à l'utilisation optimale des matériaux, de l'énergie ou de l'eau
	ENV3	Avant de prendre une décision d'investissement, je prends en considération les critères environnementaux d'une entreprise.
	ENV4	Je souhaite investir dans des entreprises produisant des biens durables et respectueux de l'environnement.
Le sociale (SOC)	SOC1	Je préfère investir dans les entreprises qui respectent la santé et la sécurité des employés.
	SOC2	Je souhaite investir dans les entreprises qui respectent les conventions fondamentales des droits de l'homme (ex recourir au travail des enfants)
	SOC3	Je préfère investir dans les entreprises qui s'intéressent aux développements des aptitudes, des compétences et de l'employabilité de leurs employés.
	SOC4	Je souhaite investir dans les entreprises qui s'intéressent de produire des biens de qualité en tenant compte de la santé des clients.

La gouvernance (GOV)	GOV1	Avant de prendre une décision d'investissement, je prends en considération l'indépendance du conseil d'administration des entreprises.
	GOV2	Je préfère investir dans des entreprises garantissant l'égalité des droits des actionnaires, y compris des actionnaires minoritaires
	GOV3	Je souhaite investir dans des entreprises qui prennent en considération les mesures nécessaires pour contrôler les problèmes de corruption.
	GOV4	Je préfère investir dans des entreprises qui communiquent une vision et une stratégie appropriées dans leurs processus décisionnels quotidiens.

**Source : Élaboré par nos soins**