

# Impact de la Responsabilité Sociale des Entreprises marocaines cotées en Bourse de Casablanca sur leur coût du capital

FOUKAL Soumia<sup>\*1</sup>, HARABIDA Mouncif<sup>\*2</sup>, RADI Bouchra<sup>\*3</sup>

*Laboratoire LAREFA, ENCG d'Agadir, Université Ibn Zohr, Agadir, Maroc*

<sup>1</sup> soumia.foukal@gmail.com

<sup>2</sup> harabidamouncif@gmail.com

<sup>3</sup> radi.bouchra@gmail.com

**Résumé**— Cette étude a pour objet d'évaluer l'impact de la responsabilité sociale sur le coût du capital des entreprises marocaines, tout en se basant sur des arguments théoriques ayant discuté les avantages et les impacts de la RSE pour atténuer le risque et l'asymétrie de l'information, et influencer les préférences des investisseurs. En effet, la littérature démontre que les entreprises socialement responsables obtiennent un coût de capital réduit.

**Mots-clés**— Responsabilité Sociale des Entreprises, Risque, Coût du capital.

**Abstract**— The purpose of this study is to assess the impact of corporate social responsibility on the cost of capital of Moroccan firms, through the theoretical arguments that have discussed the benefits of Corporate Social Responsibility in terms of reducing risk, information asymmetry, and influencing the investors preferences. Indeed, the literature shows that socially responsible companies obtain lower cost of capital. Empirically, our sample contains Moroccan CSR labelled firms as well as other firms listed in the BVC, with financial and non-financial disclosures. This study includes the cost of equity and the weighted average cost of capital as dependent variables. Our

## I. INTRODUCTION

Durant la dernière décennie, le débat autour du concept de la RSE a fortement évolué, il a suscité l'intérêt d'un grand nombre de chercheurs. Ceci traduit l'importance de la RSE dans l'explication de la relation entre la société et l'entreprise, cette dernière est considérée comme un acteur

Sur le plan empirique, notre échantillon contient des entreprises marocaines labellisées RSE et non labellisées, qui sont cotées dans la BVC, et dont les informations financières et non financières sont divulguées. Cette étude inclut le coût des fonds propres, ainsi que le coût moyen pondéré du capital en tant que variables à expliquer. Nos résultats montrent l'existence d'une influence négative mais statistiquement non significative, d'où l'absence de l'impact de la RSE sur le coût du capital.

arguments that have discussed the benefits of Corporate Social Responsibility in terms of reducing risk, information asymmetry, and influencing the investors preferences. Indeed, the literature shows that socially responsible companies obtain lower cost of capital.

results show the existence of a negative but statistically insignificant influence, hence the absence of the impact of CSR on the cost of capital.

**Keywords**— CSR, Risk, Cost of capital.

responsable devant les conséquences de ses activités sur la vie sociale, la communauté et l'environnement. L'évolution académique et institutionnelle de la RSE reflète le rôle de l'entreprise aux enjeux du développement durable.

La RSE est donc une configuration managériale face aux demandes sociétales, comme l'a défini Carroll [1] « la responsabilité sociale de l'entreprise englobe les attentes économiques, légales, éthiques et discrétionnaires que la société aura des organisations à un moment donné », la RSE est notamment déployée par l'entreprise afin de gérer ses risques spécifiques, et d'améliorer sa réputation et image de marque (Binninger et Robert [2]). Les dirigeants des entreprises cherchent aussi de retenir des employés de qualité, et de permettre une meilleure commercialisation de leurs produits et services (Lombardi et al [3]).

Par ailleurs, la majorité des courants théoriques soutiennent l'idée que la RSE a un impact plus affirmé sur les performances globales de l'entreprise. La littérature a démontré également que les performances financières des entreprises socialement responsables sont meilleures que leurs homologues non responsables. Néanmoins, aucun consensus n'a été atteint en ce qui concerne les résultats empiriques de ce lien, ni de sa causalité.

En revanche, les investisseurs sur les places financières posent de plus en plus des exigences sociales, environnementales et de bonne gouvernance lors de leurs décisions d'investissement, ainsi, les recherches traitent l'impact de la RSE sur les imperfections des marchés financiers notamment pour atténuer les risques économiques, les asymétries d'information et les coûts d'agence (Spicer [4] ; McGuire et al [4] ; Lopatta, et al [6]). En fait, certains chercheurs

#### A. *Les soubassements théoriques du lien entre la RSE et les conditions de financement des entreprises :*

Bowen a initié le débat sur la Responsabilité Sociale des Entreprises en 1953 dans son ouvrage intitulé « Social Responsibilities of the Businessman » (Acquier et Gond [11]), selon lui,

ont prouvé que l'engagement et la divulgation de la RSE, peut aider les entreprises à accroître leur accès aux ressources de financement externe et atténuer leurs contraintes de financement. Le respect des critères ESG réduit le risque perçu de l'entreprise et alors son coût de financement (Cheng, Ioannou et Serafeim [7] ; Ajward et Takehara [8] ; Goss et Roberts [9]; El Ghoul [10]).

Le Maroc a renforcé son intégration à la sphère du développement durable par la création du Label RSE de la CGEM. Ce label est accompagné par un ensemble d'avantages économiques, notamment des facilités et des réductions pour certains crédits bancaires. Le présent papier contribue à l'étude de l'impact financier de la RSE au Maroc, en vérifiant l'effet du Label RSE sur le coût du capital des entreprises labellisées, tout en s'appuyant sur les différents arguments théoriques selon lesquels cet impact existe, ceci sur un panel de 26 sociétés cotées à la BVC, couvrant la période entre 2012 et 2018.

Pour ce faire, la première partie de ce travail est consacrée à la définition des différents concepts liés à notre problématique, par la suite, le modèle et les résultats de l'étude empirique.

## II. FONDEMENTS THÉORIQUES ET REVUE DE LITTÉRATURE :

Avant d'entamer l'étude de notre problématique, nous essayons de présenter les fondements théoriques du concept de la RSE, ainsi qu'une discussion théorique autour de son impact sur le coût du financement.

les dirigeants ont l'obligation d'adopter des stratégies, de prendre des décisions, et de garantir des pratiques qui soient compatibles avec les objectifs et les valeurs de la communauté. Dès lors, ce concept a évolué parallèlement à l'adoption des nouvelles théories des organisations (Pasquero [12]), et le débat a été amplifié autour de l'impact

de la RSE sur la performance globale de l'entreprise.

Les recherches basées sur la Théorie d'agence ont montré que les rapports RSE fournissent des informations importantes sur la stratégie de l'entreprise, et améliorent sa transparence, ce qui réduit les coûts de surveillance déployés par les actionnaires et les investisseurs (Plumlee et al. [13] ; Clarkson et al. [14]). D'ailleurs, la divulgation volontaire et accrue des informations permet de mieux comprendre le risque économique des investissements engagés, ce qui diminue les asymétries d'informations, et réduit ainsi le coût de financement pour l'entreprise (Martínez-Ferrero et García-Sánchez [15] ; Dhaliwal et al [16]).

La Théorie des Parties Prenantes stipule que les entreprises mettent en place des stratégies de la RSE afin d'assurer la bonne interaction entre les parties prenantes, maximiser la valeur actionnariale et renforcer la confiance des investisseurs (Friedman & Miles, [17]). Ainsi, les entreprises veulent améliorer leur image et leur crédibilité vis-à-vis de leurs partenaires et collaborateurs. Ces recherches concluent que l'engagement à la RSE permet à l'entreprise d'élargir la base de ses

#### *B. Revue de littérature et développement des hypothèses :*

De nombreuses théories ont mis en relief les déterminants du comportement financier des entreprises. Deux modèles d'évaluation du coût du capital sont les plus dominants : le MEDAF, et le Modèle d'Évaluation par Arbitrage (Fama, E. F., & French, K. R [29] ; Brusov, P et al [30]). Des recherches ultérieures ont proposé plusieurs approches d'évaluation du coût du capital, en tenant compte des spécificités des marchés financiers. D'ailleurs, les déterminants des coûts de financement les plus récurrents dans la littérature : la taille de l'entreprise, l'âge, l'endettement, la

actionnaires, et faciliter l'accès aux financements externes (Ansong [18] ; Cheng et al. [7]).

La théorie du signal suggère que la divulgation de la RSE profite aux entreprises en leur permettant d'envoyer un signal positif aux investisseurs (Plumlee et al [13] ; Martin & Moser, [19] ; Rokhayati [20]), et aux analystes financiers permettant de formuler des recommandations plus favorables (Ioannou et Serafeim [21]) ; Cellier, Chollet et Gajewski, [22]). La RSE permet également d'acquérir une meilleure réputation (Perez, [23]), ce qui améliore la capacité de l'entreprise à attirer plus d'investisseurs (Kim, [24]).

En outre, les recherches démontrent que l'implémentation de la RSE permet d'atténuer le risque perçu, par conséquent, les rendements attendus pour les entreprises ayant une faible performance extra-financière devraient être plus élevés afin de compenser une prime de risque liée au risque environnemental, risque de litiges, risque judiciaire...etc. (El Ghouli et al [10] ; Dhaliwal et al [25] ; Menz [26] ; Hong et Kacperczyk [27] ; Boubaker et al [28]).

composition de l'actif, le risque perçu de l'entreprise (Rajan et Zingales, [31]), etc. Ainsi, Sur la base des arguments théoriques précédents, la littérature suggère que la responsabilité sociale des entreprises soit un déterminant potentiel de leurs coûts de financement.

Par ailleurs, les défenseurs de la RSE soutiennent qu'elle est un outil précieux pour la gestion du risque. Les recherches montrent que les entreprises ayant un score de RSE élevé ont un risque idiosyncratique moins élevé (Lee et Faff [32] ; Bouslah et al. [33]; Hsu et Chen [34]), et peuvent alors être considérées comme moins volatiles parce qu'elles sont mieux placées pour éviter les chocs

négatifs. Par conséquent, les investisseurs acquièrent des bonnes impressions suite aux pratiques RSE adoptés par l'entreprise, et baissent leurs exigences en matière de rentabilité.

Ainsi, El Ghouli et al [10] constatent que les entreprises affichant de meilleurs résultats en matière de RSE subissent un coût des capitaux propres moins élevé, ce résultat est confirmé par Sharfman et Fernando [35] qui ont constaté que les entreprises moins polluantes, et qui présentent moins de risques environnementaux ont davantage accès au financement par actions moins cher. Richardson et Welker [36] n'ont trouvé aucun résultat positif pour la relation entre la RSE et l'accès au financement externe. Cependant, Girerd-Potin et al. [37], ont développé et testé un modèle théorique selon lequel, l'entreprise responsable est susceptible de se financer plus par émission d'actions car elle en gagne une prime, contre une pénalité pour les entreprises irresponsables. Cet impact a été également testé au niveau des marchés émergents et asiatiques (Ahmed et al. [39] ; Ellili, [40] ; Neungvanna et al [41]). Ces conclusions nous conduisent à notre première hypothèse de ce travail :

**H<sub>1</sub>** : La responsabilité sociale de l'entreprise a une corrélation négative avec le coût des capitaux propres.

Pour la deuxième hypothèse, nous essayons de mesurer l'impact de la RSE sur le coût moyen pondéré du capital (Suto and Takehara, [42] ; Bhuiyan, [43]), en se basant sur les différents arguments précédents, ce qui permet de mettre en exergue l'effet indirect du niveau d'endettement.

**H<sub>2</sub>** : La responsabilité sociale de l'entreprise a une corrélation négative avec le coût moyen pondéré du capital.

Pour tester ces hypothèses, nous développons un modèle de régression linéaire, qui sera présenté dans la section suivante.

### III. L'ÉTUDE EMPIRIQUE :

Dans cette partie, nous présentons le modèle d'analyse employé pour tester les hypothèses de recherche, ainsi que les résultats de l'analyse empirique.

#### *A. La méthodologie de recherche et l'échantillon de l'étude :*

Cette recherche vise l'analyse de la liaison entre deux variables principales : la RSE et le coût du capital.

De nombreuses approches sont utilisées pour évaluer la RSE, telles que les indices de réputation et de pollution, l'étude du contenu des rapports annuels, les enquêtes par questionnaires et les notations publiées par les organismes spécialisés (Igalens et Gond [44]). Au Maroc, les études effectuées sur la RSE font recours à ces différentes méthodes (Elmalki [45]). Pourtant, la majorité se base sur le label de la RSE, mis en place par la Confédération Générale des Entreprises du Maroc en 2007, en partenariat avec l'agence de notation Vigéo. Ce label atteste la conformité des pratiques de gestion des entreprises, au contenu de la Charte RSE élaborée par la CGEM, matérialisée par neuf axes d'évaluation, à savoir : le respect des droits humains, l'amélioration en continu des conditions d'emploi et de travail et des relations professionnelles, la préservation de l'environnement, la prévention de la corruption, le respect des règles de la saine concurrence, le renforcement de la transparence du gouvernement d'entreprise, le respect des intérêts des clients et des consommateurs, la promotion de la responsabilité sociétale des fournisseurs et sous-traitants, et le développement de l'engagement envers la communauté. L'utilisation de ce label permet

d'éviter les problèmes de subjectivité et de fiabilité liés à la collecte des données.

Ce travail étudie l'impact de la RSE sur deux variables représentant le coût du capital :

- Le Coût des Capitaux Propres CCP, représenté par la formule ci-après, illustré par le MEDAF ajusté avec une prime d'illiquidité (A. Bouri et T. Bouchaddekh, [46] ; Nabouk, [47]), cette prime est mesurée à travers le rendement du titre le plus liquide sur le marché :

$$CCP_{it} = R_f + \beta (R_m - R_f) + \beta_l (R_m - R_l)$$

- Le Coût Moyen Pondéré Du Capital CMPC, représenté par la moyenne pondérée du coût du capital (CP) et de la dette (D), en tenant compte du taux d'intérêts (Charges d'Intérêts divisés par le Total des Dettes CI/D) et de la charge d'impôt (T).

$$CMPC_{it} = CCP \times CP / (CP+D) + (CI/D) \times D / (CP+D) \times (1-T)$$

La variable explicative (RSE) est une variable dichotomique ou binaire, les sociétés qui ont obtenu le Label RSE auront : RSE =1, sinon : RSE = 0.

Nous considérons des variables de contrôle qui impactent le coût du financement des entreprises. En nous inspirant des recherches antérieures (Rajan et Zingales, [31]), nous utilisons:

- La taille de l'entreprise (TAILLE) : exprimée par le logarithme du chiffre d'affaires.

- Le ratio d'endettement (RATIO) : calculé par le ratio d'endettement à long termes par rapport au total passif.
- La rentabilité économique (ROI) : elle s'exprime par le ratio de retour sur investissement.
- Le risque opérationnel (RISQUE) : représenté par la volatilité des résultats nets.
- La spécificité de l'actif (ACTIF) : mesurée à partir du ratio des actifs immobilisés par rapport au total actif.

Les équations de recherches se représentent comme suit:

$$(1) \quad CCP_{it} = \alpha_i + \beta RSE_{it} + \beta X_{it} + \varepsilon_{it}$$

$$(2) \quad CMPC_{it} = \alpha_i + \beta RSE_{it} + \beta X_{it} + \varepsilon_{it}$$

Où :

- i : représente l'entreprise, et t : représente l'année.
- CCP, CMPC : représente les mesures du coût du capital.
- $\alpha$  : est une constante qui représente l'effet spécifique individuel.
- RSE : est la variable explicative qui illustre la responsabilité sociale de l'entreprise.
- X : la matrice des variables de contrôle prédéterminés.
- $\varepsilon$  : termes d'erreur

Ainsi, le modèle de l'étude se présente comme suit :

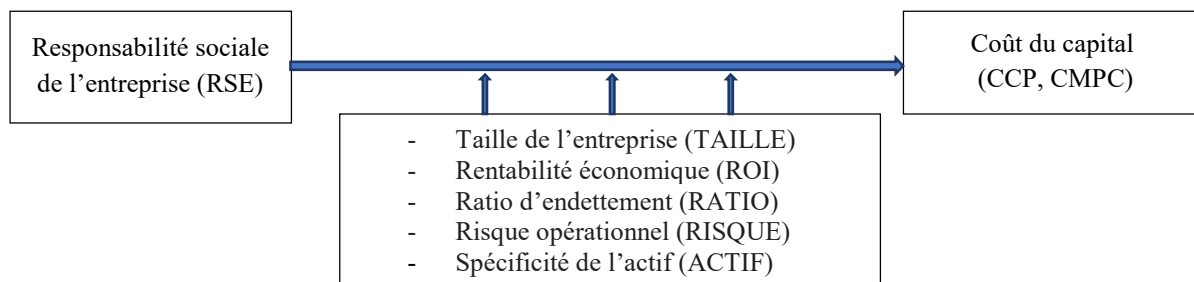


Fig. 1 Le modèle de l'étude empirique

Source : Élaborée par les auteurs

Notre échantillon se compose de 26 sociétés cotées à la Bourse des Valeurs de Casablanca sur la période de 2012 à 2018. Elles sont sélectionnées selon la disponibilité des données financières et extra-financières. Nous avons sélectionné la majorité des entreprises qui ont été labellisées durant cette période d'analyse, et nous avons rajouté d'autres entreprises non labellisées, d'une façon à équilibrer notre échantillon, afin d'effectuer des comparaisons entre les deux catégories.

Les données sont de type secondaire, la collecte est effectuée sur la base des états financiers publiés sur

les sites de la BVC et de l'Autorité Marocaine du Marché des Capitaux. Les données concernant la labellisation des entreprises de l'échantillon est extraite des publications annuelles de la CGEM.

Nous allons commencer par une analyse descriptive des variables. Ensuite, nous allons réaliser une analyse économétrique par la méthode du panel.

*B. Les statistiques descriptives :*

Tout d'abord, le tableau ci-dessous résume les statistiques descriptives des variables explicatives de l'étude, selon que l'entreprise est labellisée RSE (RSE = 1) ou non (RSE = 0) :

TABLEAU 1  
STATISTIQUES DESCRIPTIVES DES VARIABLES DE L'ÉTUDE

Variables	Moyenne		Médiane		Max		Min		Écart type	
	RSE = 1	RSE = 0	RSE = 1	RSE = 0	RSE = 1	RSE = 0	RSE = 1	RSE = 0	RSE = 1	RSE = 0
<b>RSE</b>	RSE = 1	RSE = 0	RSE = 1	RSE = 0	RSE = 1	RSE = 0	RSE = 1	RSE = 0	RSE = 1	RSE = 0
<b>CCP</b>	10%	9%	10%	9%	20%	14%	5%	9%	6%	5%
<b>CMPC</b>	10%	10%	9%	10%	20%	14%	5%	7%	6%	6%
<b>RATIO</b>	15%	13%	11%	9%	47%	54%	0%	0%	12%	14%
<b>TAILLE</b>	9,305	8,009	9,612	8,903	10,348	9,956	7,669	7,580	0,695	0,491
<b>ROI</b>	7%	2,99%	7%	3,03%	30%	17,06%	-19%	-23,05%	8%	4,96%
<b>RISQUE</b>	4,333	3,754	3,751	2,649	16,111	12,463	2,124	2,458	3,951	2,439
<b>ACTIF</b>	53%	36%	56%	36%	85%	98%	11%	1%	21%	22%

SOURCE : ÉLABORÉ PAR LES AUTEURS

Nous constatons qu'en moyenne, il existe un équilibre entre les entreprises de l'échantillon concernant le coût des financements propres, ainsi que le coût moyen pondéré du capital, avec un niveau d'endettement plus élevé chez des

entreprises labellisées par rapport à celui des entreprises non labellisées. Sur la période de 2012 à 2018.

Les moyennes des mesures des coûts du capital des entreprises de l'échantillon évoluent comme suit :

TABLEAU 2  
ÉVOLUTION DU COÛT DU CAPITAL

Année	CCP		CMPC	
	RSE = 1	RSE = 0	RSE = 1	RSE = 0
<b>2012</b>	14,39%	9,75%	14,58%	10,05%
<b>2013</b>	12,02%	9,85%	12,70%	10,05%
<b>2014</b>	10,74%	7,90%	11,45%	8,44%
<b>2015</b>	10,57%	8,70%	10,90%	9,14%
<b>2016</b>	10,46%	9,01%	10,52%	9,36%
<b>2017</b>	10,68%	9,47%	10,40%	9,53%
<b>2018</b>	10,78%	9,13%	10,50%	9,51%

SOURCE : ÉLABORÉ PAR LES AUTEURS

Les valeurs moyennes du coût du capital, ainsi que le coût moyen pondéré du capital, sont plus élevées pour les entreprises labellisées, ceci est observé également pour les variables TAILLE, ACTIF et ROI. Par contre, Nous constatons une tendance baissière plus forte des valeurs du coût du capital pour ces entreprises par rapport à leurs homologues non labélisées.

Cette simple comparaison des moyennes ne permet pas de conclure sur l'existence du lien entre les variables de l'étude, d'où l'intérêt de procéder à des modélisations économétriques afin de confirmer ou d'infirmes les hypothèses de recherches.

*C. La régression sur les données de panel :*

Afin d'opérer et tester le modèle de recherche, nous allons présenter les trois principaux modèles de régression des données de panel, à savoir : le modèle linéaire estimé par la méthode des moindres

carrés ordinaires (MCO), le modèle à effets fixes et le modèle à effets aléatoires, ceci pour chacune des deux équations :

- Méthode des Moindres Carrés Ordinaires: ce modèle se fonde sur le fait que les individus qui composent l'échantillon sont homogènes, la constante est la même pour tous les individus.

- Méthode à Effet Fixe : nous supposons que les coefficients des différents variables explicatives sont identiques pour toutes les sociétés (individus) de notre panel, tandis que la constante peut différer selon les sociétés.

- Méthodes à Effet Aléatoire : les effets aléatoires de la variable dépendante sont supposés non corrélés avec les variables explicatives.

*1) La corrélation des variables :*

Le test de corrélation est comme suit :

TABLEAU 4

RÉSULTATS DU TEST DE CORRÉLATION POUR LA VARIABLE CCP

	CCP	RATIO	RSE	TAILLE	ROI	RISQUE	BETA	ACTIF
CCP	1							
RATIO	-0,160692	1						
RSE	0,309697	-0,300959	1					
TAILLE	0,018146	-0,178717	0,240149	1				
ROI	0,320895	-0,25572	0,314779	0,489858	1			
RISQUE	0,080187	-0,31146	0,321914	0,515333	0,641755	1		
BETA	0,379064	0,071157	0,049746	0,293345	0,351226	0,167937	1	
ACTIF	0,164342	0,078869	0,402046	0,302908	0,178121	0,326894	-0,039067	1

SOURCE : CALCULÉ PAR LES AUTEURS

Selon la matrice de corrélation, les coefficients de corrélation sont majoritairement faibles (inférieurs à 0,04), les variables ne sont pas fortement corrélées, ce qui permet d'apprendre sur l'inexistence d'un problème de multicollinéarité. Nous remarquons également que la corrélation entre les variables est soit positive ou négative. Le test montre les mêmes résultats pour la variable du CMPC.

*2) Les résultats des modélisations :*

Les résultats obtenus des modélisations économétriques effectuées pour les trois équations de recherche, sont regroupés dans le tableau suivant :

TABLEAU 5  
RÉSULTATS DE LA RÉGRESSION

	Variables	MCO	Effets Fixes	Effets Aléatoires
CCP	C	0,166038**	0,122278*	0,089949*
		0,0040216	0,083086	0,59961
	RSE	0,012736**	-0,001942	0,000739
		0,005486	0,05013	0,004736
	TAILLE	-0,008896**	-0,001717*	0,000715
		0,004562	0,008673	0,006441
	ROI	0,220957***	0,041929	0,053832*
		0,044602	0,041888	0,037552
	RATIO	-0,009708	0,029233*	0,018806
		0,018765	0,19239	0,017555
	RISQUE	0,001913**	0,002746**	0,001756*
		0,00096	0,001551	0,00128
	ACTIF	0,015677*	-0,005349	0,009968
		0,011495	0,020559	0,015294
R <sup>2</sup>	0,214097	0,844278	0,021314	
R <sup>2</sup> Ajusté	0,184808	0,811553	-0,015159	
F-Statistic	7,309963	25,79975	0,584377	
Prob (F-Statistic)	0,000001	0,00000	0,74244	
CMPC	C	0,164659**	0,179739***	0,108012**
		0,034888	0,072912	0,052071
	RSE	0,013624**	-0,003569	-0,001162
		0,004565	0,004479	0,004224
	TAILLE	-0,008428**	-0,005684*	0,000234
		0,003985	0,007639	0,005636
	ROI	0,193346***	0,071936**	0,093214***
		0,039002	0,034822	0,031894
	RISQUE	0,002094***	0,003892***	0,002887***
		0,000819	0,001344	0,001124
	ACTIF	0,01442	-0,03067*	-0,002951
		0,00959	0,018382	0,013458
	R <sup>2</sup>	0,220233	0,838024	0,064163
	R <sup>2</sup> Ajusté	0,196166	0,805396	0,03528
F-Statistic	9,150862	25,68397	2,221431	
Prob (F-Statistic)	0,00000	0,00000	0,054615	
N	182	182	182	

SIGNIFICATIVITE AU NIVEAU DE : \*\*\* p< 1%, \*\* p< 5%, \* p<10%

SOURCE : CALCULE PAR EViews.

Par la suite, il faut déterminer le modèle de régression qui donne la meilleure estimation à notre équation de recherche, ceci à partir du test de spécification d'Hausman.

### 3) Les tests de spécification :

Le test d'Hausman est utilisé pour détecter la présence d'une corrélation entre les variables

explicatives et les effets individuels, si cette corrélation n'existe pas, le modèle à effets aléatoires serait plus approprié. Par contre, s'il existe une corrélation, le modèle à effets fixes serait choisi. Ceci conduit à choisir entre les modèles à effet fixe et aléatoire, en suivant les hypothèses :

**H0** : Existence des effets aléatoires.

**H1** : Existence des effets fixes.



TABLEAU 7  
RÉSULTATS DU TEST D'HAUSMAN

	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
CCP	12,257806	6	0,0565
CMPC	14,863688	5	0,0110

SOURCE : CALCULÉ PAR EViews.

Pour CCP, la probabilité est proche du seuil de significativité de 5%, nous rejetons l'hypothèse nulle. Le modèle à effets fixe est le plus adéquat entre les deux modèles.

Pour CMPC, la probabilité est également inférieure du seuil de significativité de 5 %, nous rejetons l'hypothèse nulle pour sélectionner le modèle à effets fixe.

#### IV. RÉSULTATS ET DISCUSSION :

Pour la première variable (CCP), le modèle à effets fixes est significatif au seuil de 1%, avec une statistique F = 25,79975. Le modèle explique 84% de la variabilité du coût des capitaux propres ( $R^2=0,844278$ ).

La variable explicative RSE est négative mais non significative pour le modèle à effets fixes, ce qui montre qu'il n'existe pas un effet significatif de la responsabilité sociale des entreprises sur le coût des capitaux propres pour notre panel.

Les variables TAILLE, RATIO et RISQUE influencent négativement et significativement le coût des capitaux propres, tandis que la variable ROI, représente un effet non significatif.

Pour la variable (CMPC), le modèle est significatif au seuil de 1%, avec une statistique F = 25,68397. Le modèle explique également 84% de la variabilité du coût des capitaux propres, avec  $R^2=0,838024$ .

La variable explicative RSE est négative mais non significative. Ce qui montre qu'il n'existe pas un effet significatif de la responsabilité sociale des entreprises sur le coût moyen pondéré du capital des entreprises du panel.

Parmi les variables de contrôle, les variables TAILLE, RISQUE et ACTIF représentent une influence négative et significative, ce qui affirme que les grandes entreprises ainsi que celles représentant des résultats moins volatiles, obtiennent des financements à moindre coûts. Tandis que la variable ROI influence positivement et significativement le CMPC ce qui est inattendu par rapport aux résultats des études antérieures.

Les résultats de l'étude empirique montrent une absence de lien de causalité entre la responsabilité sociale des entreprises et leur coût du financement, ce qui annule nos hypothèses de recherche. Malgré qu'on moyenne, la baisse observée des coûts du capital pour les entreprises obtenant le label RSE est supérieure par rapport aux entreprises non labellisée.

Ceci suscite des interrogations autour du label RSE et sa place réelle dans la relation entre l'entreprise et ses bailleurs de fonds. En effet, les actions de la RSE des entreprises au Maroc sont souvent adressées aux parties prenantes autres que les bailleurs de fonds, elles visent à améliorer l'image et la réputation et à instaurer des mécanismes de compétitivité.

#### V. CONCLUSION :

Dans ce travail, nous avons analysé l'impact de la responsabilité sociale des entreprises marocaines sur leur coût du capital, en se basant sur une régression des données de panel de 26 sociétés cotées à la BVC pendant la période du 2012 – 2018. Notre principale conclusion est qu'il existe un impact négatif mais non significatif, indiquant

l'absence de causalité entre ces variables, malgré la réalisation des tests statistiques qui analysent la validité du modèle.

Les résultats obtenus ne corroborent pas les conclusions de la littérature ayant été déjà exposées dans la première partie. Mais révèlent d'autres interprétations concernant la position de la RSE dans la stratégie financière, et son impact sur le choix du financement de l'entreprise. Pour les autres variables modératrices, les résultats empiriques confirment leur impact significatif sur le coût du financement.

#### BIBLIOGRAPHIE :

- [1] Carroll, A. B. (1979). A three-dimensional conceptual model of corporate performance. *Academy of management review*, 4(4), 497-505.
- [2] Binninger, A. S., & Robert, I. (2011). La perception de la RSE par les clients: quels enjeux pour la «stakeholder marketing theory»? *Management Avenir*, (5), 14-40.
- [3] Lombardi, R., Manfredi, S., Cuzzo, B., & Palmaccio, M. (2020). The profitable relationship among corporate social responsibility and human resource management: A new sustainable key factor. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*.
- [4] Spicer, B. H. (1978). Investors, corporate social performance and information disclosure: An empirical study. *Accounting review*, 94-111.
- [5] McGuire, J. B., Sundgren, A., & Schneeweis, T. (1988). Corporate social responsibility and firm financial performance. *Academy of management Journal*, 31(4), 854-872.
- [6] Lopatta, K., Buchholz, F., & Kaspereit, T. (2016). Asymmetric information and corporate social responsibility. *Business & Society*, 55(3), 458-488.
- [7] Cheng, B., Ioannou, I., & Serafeim, G. (2014). Corporate social responsibility and access to finance. *Strategic management journal*, 35(1), 1-23.
- [8] Ajward, A. R., & Takehara, H. (2014). Superior corporate social performance and financial constraints: The case of Japan. *Global Economy and Finance Journal*, 7(2), 42-58.
- [9] Goss, A., & Roberts, G. S. (2011). The impact of corporate social responsibility on the cost of bank loans. *Journal of Banking & Finance*, 35(7), 1794-1810.
- [10] El Ghoul, S., Guedhami, O., Kwok, C. C., & Mishra, D. R. (2011). Does corporate social responsibility affect the cost of capital?. *Journal of Banking & Finance*, 35(9), 2388-2406.
- Néanmoins, il serait important de développer cette étude pour combler ses limites théoriques et méthodologiques, et aussi, décortiquer dans des recherches empiriques futures, l'impact de la RSE sur le risque spécifique, sur la perception des investisseurs et sur les conditions du financement bancaire. Il serait aussi pertinent d'étudier le lien de causalité au sein des petites et moyennes entreprises (Gjergji et al [48]).
- [11] Acquier, A., & Gond, J. P. (2007). Aux sources de la responsabilité sociale de l'entreprise: à la (re) découverte d'un ouvrage fondateur, *Social Responsibilities of the Businessman* d'Howard Bowen. *Finance contrôle stratégie*, 10(2), 5-35.
- [12] Pasquero, J. (2005). La responsabilité sociale de l'entreprise comme objet des sciences de gestion: un regard historique. *Responsabilité sociale et environnementale de l'entreprise*, 80-111.
- [13] Plumlee, M., Brown, D., Hayes, R. M., & Marshall, R. S. (2015). Voluntary environmental disclosure quality and firm value: Further
- [14] Clarkson, P. M., Fang, X., Li, Y., & Richardson, G. (2013). The relevance of environmental disclosures: are such disclosures incrementally informative?. *Journal of Accounting and Public Policy*, 32(5), 410-431.
- [15] Martínez-Ferrero, J., & García-Sánchez, I. M. (2017). Sustainability assurance and cost of capital: Does assurance impact on credibility of corporate social responsibility information? *Business Ethics: A European Review*, 26(3), 223-239.
- [16] Dhaliwal, D. S., Li, O. Z., Tsang, A., & Yang, Y. G. (2011). Voluntary nonfinancial disclosure and the cost of equity capital: The initiation of corporate social responsibility reporting. *The accounting review*, 86(1), 59-100.
- [17] Friedman, A. L., & Miles, S. (2006). *Stakeholders: Theory and practice*. Oxford University Press on Demand.
- [18] Ansong, Abraham. "Corporate social responsibility and access to finance among Ghanaian SMEs: The role of stakeholder engagement." *Cogent Business & Management* 4.1 (2017): 1385165.
- [19] Martin, P. R., & Moser, D. V. (2016). Managers' green investment disclosures and investors' reaction. *Journal of Accounting and Economics*, 61(1), 239-254.
- [20] Rokhayati, H., Nahartyo, E., & Haryono, H. (2019). Effect of Financial Information and Corporate Social Responsibility Disclosure on Investment Decision: Evidence from an Experimental Study. *Asian Journal of Business and Accounting*, 12(1), 129-164.

- [21] Ioannou, I., & Serafeim, G. (2010, August). THE IMPACT OF CORPORATE SOCIAL RESPONSIBILITY ON INVESTMENT RECOMMENDATIONS. In *Academy of Management Proceedings* (Vol. 2010, No. 1, pp. 1-6). Briarcliff Manor, NY 10510: Academy of Management.
- [22] Cellier, A., Chollet, P., & Gajewski, J. F. (2011). Les annonces de notations extra financières véhiculent-elles une information au marché?. *Finance contrôlestratégie*, 14(3), 5-38.
- [23] Pérez, A. 2015. Corporate reputation and CSR reporting to stakeholders: Gaps in the literature and future lines of research. *Corporate Communications: An International Journal*.
- [24] Kim, Y. 2014. Strategic communication of corporate social responsibility (CSR): Effects of stated motives and corporate reputation on stakeholder responses. *Public Relations Review*, 40(5), 838-840.
- [25] Dhaliwal, D. S., Li, O. Z., Tsang, A., & Yang, Y. G. (2011). Voluntary nonfinancial disclosure and the cost of equity capital: The initiation of corporate social responsibility reporting. *The accounting review*, 86(1), 59-100.
- [26] Menz, K. M. (2010). Corporate social responsibility: Is it rewarded by the corporate bond market? A critical note. *Journal of Business Ethics*, 96(1), 117-134.
- [27] Hong, H., & Kacperczyk, M. (2009). The price of sin: The effects of social norms on markets. *Journal of financial economics*, 93(1), 15-36.
- [28] Boubaker, S., Cellier, A., Manita, R., & Saeed, A. (2020). Does corporate social responsibility reduce financial distress risk?. *Economic Modelling*, 91, 835-851.
- [29] Fama, E. F., & French, K. R. (2004). The capital asset pricing model: Theory and evidence. *Journal of economic perspectives*, 18(3), 25-46.
- [30] Brusov, P., Filatova, T., Orehova, N., Brusov, P., & Brusova, N. (2011). From Modigliani–Miller to general theory of capital cost and capital structure of the company. *Research Journal of Economics, Business and ICT*, 2.
- [31] Rajan, R. G., & Zingales, L. (1995). What do we know about capital structure? Some evidence from international data. *The journal of Finance*, 50(5), 1421-1460.
- [32] Lee, D. D., & Faff, R. W. (2009). Corporate sustainability performance and idiosyncratic risk: A global perspective. *Financial Review*, 44(2), 213-237.
- [33] Bouslah, K., Kryzanowski, L., & M'zali, B. (2013). The impact of the dimensions of social performance on firm risk. *Journal of Banking & Finance*, 37(4), 1258-1273.
- [34] Hsu, F. J., & Chen, Y. C. (2015). Is a firm's financial risk associated with corporate social responsibility?. *Management Decision*.
- [35] Sharfman, M. P., & Fernando, C. S. (2008). Environmental risk management and the cost of capital. *Strategic management journal*, 29(6), 569-592.
- [36] Richardson, A. J., & Welker, M. (2001). Social disclosure, financial disclosure and the cost of equity capital. *Accounting, organizations and society*, 26(7-8), 597-616.
- [37] Girerd-Potin, I., Jimenez-Garces, S., & Louvet, P. (2011). The link between social rating and financial capital structure. *Finance*, 32(2), 9-52.
- [39] Ahmed, A.H., Eliwa, Y. and Power, D.M. (2019), "The impact of corporate social and environmental practices on the cost of equity capital: UK evidence", *International Journal of Accounting & Information Management*, Vol. 27 No. 3, pp. 425-441. <https://doi.org/10.1108/IJAIM-11-2017-0141>
- [40] Ellili, N. O. D. (2020). Environmental, social, and governance disclosure, ownership structure and cost of capital: Evidence from the UAE. *Sustainability*, 12(18), 1-23.
- [41] Neungvanna, U., Pongsupat, T., Sincharoonsak, T., Bosakoranut, S., Shoosanuk, C., & Chuaychoo, M. (2019). The Disclosure of Corporate Social Responsibility Information Influencing Cost of Capital of Companies Listed on the Stock Exchange of Thailand. *PSAKU International Journal of Interdisciplinary Research*, 8(1).
- [42] Suto, M. and Takehara, H. (2017), "CSR and cost of capital: evidence from Japan", *Social Responsibility Journal*, Vol. 13 No. 4, pp. 798-816. <https://doi.org/10.1108/SRJ-10-2016-0170>;
- [43] Bhuiyan, M.B.U. and Nguyen, T.H.N. (2019), "Impact of CSR on cost of debt and cost of capital: Australian evidence", *Social Responsibility Journal*, Vol. 16 No. 3, pp. 419-430. <https://doi.org/10.1108/SRJ-08-2018-0208>.
- [44] Igalens, J., & Gond, J. P. (2005). Measuring corporate social performance in France: A critical and empirical analysis of ARESE data. *Journal of business ethics*, 56(2), 131-148.
- [45] Malki, T. E. (2010). Environnement des entreprises, responsabilité sociale et performance: analyse empirique dans le cas du Maroc (Doctoral dissertation, Aix-Marseille 2).
- [46] Bouri, A. Bouchaddekh, T. (2013). MEDAF avec liquidité: Application au marché boursier tunisien. *Journal of Academic Finance*, 4(1).
- [47] NABOUK, M. (2020). Coût et prime" d'illiquidité" du marché boursier marocain. *Revue du contrôle, de la comptabilité et de l'audit*, 4(2).
- [48] Gjergji, R., Vena, L., Sciascia, S., & Cortesi, A. (2021). The effects of environmental, social and governance disclosure on the cost of capital in small and medium enterprises: The role of family business status. *Business strategy and the environment*, 30(1), 683-693.