

**L'INVESTISSEMENT EN BOURSE :
LES NORMES DE LA FINANCE ISLAMIQUE APPLIQUEES AUX
VALEURS DE LA PLACE BOURSIERE DE PARIS (CAC 40 et SBF 250)**

ABDELBARI EL KHAMLICHİ*

Résumé

En finance islamique, l'investissement en bourse est autorisé sous certaines conditions. Le choix des valeurs boursières dans lesquelles il serait possible d'investir conformément à la Charia se fait selon des critères financiers et extra financiers. Ainsi, il convient de s'intéresser aux secteurs d'activité de l'entreprise ainsi qu'à sa structure financière. Dans la pratique, il revient à un comité Charia, composé de juristes spécialistes de la loi islamique, de vérifier périodiquement la conformité des titres boursiers aux normes de la finance islamique.

Les premiers indices conformes à la loi islamique ont été lancés depuis une décennie sur plusieurs marchés notamment celui du Royaume Uni et des Etats Unis. Si les banques conventionnelles ont été les premières à exploiter ce créneau en proposant à leurs clients des possibilités d'investissement conformes à leurs valeurs éthiques, le modèle a été copié par des agences de notation et par d'autres places financières.

Cet article revoit les normes utilisées par quelques places boursières disposant d'indices boursiers islamiques et applique les critères du Dow Jones Islamic Market Index (DJIMI) aux valeurs de la place financière de Paris (indices CAC 40 et SBF 250).

Mots clés : Finance islamique, indices boursiers islamiques, Charia, critères de filtrage

* Doctorant à l'Université d'Auvergne ; Clermont Ferrand-France.

Contact : Abdelbari.El_Khamlichi@u-clermont1.fr

L'auteur tient à remercier les deux rapporteurs anonymes de la revue pour leurs remarques pertinentes et constructives, il porte évidemment tout seul la responsabilité des éventuelles erreurs contenues dans cet article.

I. INTRODUCTION ET MISE EN CONTEXTE

I.1. Les bases de la finance islamique

Le système financier islamique est fondé sur un référent religieux qui se manifeste à travers les 5 principes de base qui régissent l'industrie financière islamique :

- L'interdiction de l'intérêt et de l'usure ;
- Le partage des pertes et profits ;
- L'interdiction des secteurs d'activité illicites (alcool, armement, jeu de hasard etc.) ;
- L'interdiction de la spéculation à découvert, du flou dans les contrats et de l'incertitude exagérée qui confine au *Gharar* (dol) ;
- L'adossement à un actif tangible « *asset backing* ».

La mise en application de ces principes a permis le lancement de produits et services conformes à la *Charia* (loi islamique) et la création, depuis les années soixante-dix, des banques islamiques pour en assurer la commercialisation.

Avec le développement de l'activité de ces banques et l'importance des fonds gérés, la scène a connu l'arrivée de nouveaux opérateurs (fonds d'investissement, compagnies d'assurance etc.) et l'utilisation de nouveaux instruments financiers conformes aux principes islamiques tels que les *Sukuks*.

I.2. Historique des indices boursiers islamiques

Du côté des actions, l'investissement dans les valeurs compatibles avec la *Charia* (*Charia compliant*) prend en compte à la fois les lois en vigueur dans les marchés financiers et les lois islamiques relatives aux transactions. La tendance de l'ensemble des valeurs compatibles est suivie grâce à des indices boursiers « islamiques ».

A l'instar des indices socialement responsables qui ont vu le jour en 1980 (DE BRETO et al. 2005), le premier indice islamique de cotation globale en bourse fut le SAMI (Socially Aware Muslim Index), lancé en 1998 pour représenter la tendance de quelques 500 sociétés (SIAGH 2007).

Le lancement, en 1999, des indices boursiers islamiques cotés sur les places financières mondiales (asiatiques¹, européennes² et américaines³) a été perçu comme étant un symbole de l'intégration de la finance islamique dans l'économie globale (WARDE 2001). De même, l'existence d'une demande forte (RUIMY

¹ C'est le cas par exemple de Kuala Lumpur Sharia index (KLSI), lancé en avril 1999 et remplacé en novembre 2007 par FTSE Bursa Malaysia

² Global Islamic Index Series (GIIS), lancé en octobre 1999 par la FTSE

³ Dow Jones Islamic Market Index (DJIMI) sur NYSE, lancé en février 1999.

2008) a stimulé la création de nouveaux indices par des agences et des banques internationales⁴.

I.3. Fondement religieux

Les conseils de jurisprudence islamiques et les comités *Charia* des banques islamiques sont d'accord concernant la répartition des actions en 3 catégories :

1. Les actions des sociétés dont le secteur d'activité est licite et qui ne font pas appel aux prêts et emprunts basés sur un taux d'intérêt. Le fait d'acheter ou vendre ces actions est unanimement jugé comme étant licite.
2. Les actions des sociétés dont le secteur d'activité n'est pas autorisé en Islam (alcool, viande porcine, établissements financiers conventionnels etc.). A l'unanimité, l'investissement dans ces actions est prohibé.
3. Les actions des sociétés qui opèrent dans un secteur d'activité licite mais qui empruntent à intérêt ou bien placent leur surplus de liquidité sur un compte rémunéré auprès des banques conventionnelles.

Les avis sont partagés concernant cette 3^{ème} catégorie entre :

- D'une part, ceux qui estiment que c'est interdit, c'est l'avis notamment du Conseil International de Jurisprudence Islamique appartenant à l'Organisation de la Conférence Islamique (Mujamaâ de Djeddah)⁵, et du Conseil de Jurisprudence islamique appartenant à la Ligue du Monde Musulman (Mujamaâ de la Mecque)⁶. Les comités *Charia* de certaines institutions financières islamiques adoptent cette opinion (par exemple, la Banque Islamique de Dubaï, celle du Soudan, ainsi que la Kuwait Finance House).
- D'autre part, ceux qui ont émis des *Fatwas* qui jugent que l'investissement dans ces actions est licite sous certaines conditions et c'est l'avis des comités *Charia* de certaines banques islamiques (par exemple : Banque Alrajhi, Albaraka, Banque Islamique de Jordanie). De sa part, le conseil européen de *Fatwa* et de recherche a émis, en 2004, une décision⁷ autorisant les musulmans vivant en occident à investir dans ces sociétés si la part des intérêts est au dessous d'un seuil fixé, cela est accompagné de l'obligation de purifier les dividendes de la part des intérêts à hauteur de la contribution de ces

⁴ Standard and Poor's (S&P) et Morgan Stanley Capital International (MSCI)

⁵ Résolutions de 1992, 1993 et 1995 qui interdisent ces investissements en principe, tout en concluant dans la dernière résolution que la décision finale à cet égard nécessite plus d'études et de recherches approfondies.

⁶ Résolution du 21 Janvier 1995.

⁷ Résolution du 04 Janvier 2004.

derniers dans le résultat final. La décision s'est appuyée sur l'exemple des valeurs contenues dans le DJIMI, l'indice islamique du Dow Jones.

Dans la suite de cet article, nous nous basons sur cette dernière décision en appliquant les normes du DJIMI aux valeurs cotées sur la Bourse de Paris.

I.4. Intérêt de lancement des indices boursiers islamiques

Le lancement des indices boursiers islamiques s'inscrit dans la logique de proposer aux investisseurs un moyen de diversification de leurs portefeuilles leur permettant ainsi d'investir conformément à leurs principes éthiques et religieux.

Cette étape a facilité, dans une large mesure, l'investissement conformément à la *Charia*. En effet, avant que ces premiers indices soient lancés, les investisseurs souhaitant investir dans les actions étaient obligés d'analyser personnellement leur conformité, alors qu'après le lancement de ces indices, la tâche est accomplie par un comité *Charia* indépendant. Ce dernier exprime ses opinions vis-à-vis de ces valeurs et procède à la création d'un indice qui les regroupe suite au filtrage d'un indice de référence.

La recherche d'une « plus-value éthique » au sens de DE BRITO et al. (2005), constitue la principale motivation pour l'investisseur. Ce dernier, en utilisant des critères outre que financiers, privilégie la performance non financière définie, au sens large, selon DOMINI et KINDER (1997), comme étant l'expression d'une conscience éthique, sociale ou religieuse.

I.5. Construction des indices boursiers islamiques

Le principe des indices islamiques consiste à ne retenir que les sociétés qui obéissent, ou du moins qui sont les plus proches, des 5 principes de conformité précédemment mentionnés. Pour cette raison, des normes de vérification ont été fixées par l'Organisation de Comptabilité et d'Audit pour les Institutions Financières Islamiques (www.aaofii.com).

Ces indices qui étaient initialement lancés pour servir d'indicateurs de tendance pour les actions conformes aux règles de la finance islamique, sont devenus des références (*benchmark*) de gestion de portefeuilles, ce qui a ouvert la voie à la création de fonds communs de placement et au développement de produits indiciaires et de produits islamiques structurés.

D'une manière générale, les investisseurs désireux d'investir conformément aux principes de la loi islamique cherchent la diversification de leurs portefeuilles à travers les fonds d'investissement et les produits financiers dont les sous-jacents sont des valeurs faisant partie de l'indice *Charia compliant*.

Parmi les modalités de sélection des valeurs faisant partie d'un indice boursier en finance islamique, les critères les plus communément admis, au sens d'EL GAMAL (2006), sont ceux retenus par le comité *Charia* du Dow Jones Islamic Market Index (DJIMI).

Ces critères consistent à faire un *filtrage* en 2 étapes :

- Choisir des sociétés dont les secteurs d'activité sont autorisés par la *Charia* ;
- Ne retenir que les sociétés pour lesquelles les éléments suivants sont inférieurs à 33% de la capitalisation boursière moyenne sur les 12 derniers mois :
 - Le total des dettes ;
 - Le total des créances ;
 - Les liquidités et les titres rapportant des intérêts.

I.6. Contexte et objectif de la recherche

Compte tenu de la volonté de la France d'attirer des investisseurs étrangers et notamment ceux du Golfe, le gouvernement a affiché clairement son intention⁸ de faire de Paris une place financière compétitive en termes d'offre de produits et services de la finance islamique et de proposer un cadre réglementaire approprié.

Améliorer la compétitivité de la place financière de Paris et assurer sa promotion auprès des investisseurs est une mission confiée à Paris Europlace, cette organisation qui s'est dotée, depuis janvier 2008, d'une commission dédiée à la finance islamique.

Cette mobilisation s'inscrit dans le cadre de la volonté de rattraper le retard vis-à-vis de Londres qui, depuis 5 ans déjà, s'est érigé en une plateforme européenne de référence en matière de finance islamique.

La France présente des atouts considérables et le droit français est très largement compatible avec la finance islamique (SAINT MARC 2008), seuls des aménagements d'ordre juridique et fiscal restent à mettre en œuvre.

Des initiatives concrètes ont été prises dans ce sens, notamment par l'Autorité des Marchés Financiers (AMF) qui a autorisé, le 17 juillet 2007, « les OPCVM se déclarant conformes à la loi islamique ».

Tout récemment⁹, un accord (*Memorandum of Understanding*) vient d'être signé entre Paris Europlace et l'Organisation de Comptabilité et d'Audit des Institutions Financières Islamiques (AAOIFI) afin de soutenir le développement de la finance islamique en France. L'accord prévoit que Paris Europlace se charge

⁸ Ce fut le cas avec l'intervention de Madame Christine LAGARDE, ministre de l'économie, dans le cadre du 2^{ème} forum français de la finance islamique organisé à Paris le 26 Novembre 2008.

⁹ Lors d'une visite d'une délégation de Paris Europlace aux pays du Golfe du 17 au 22 Janvier 2009.

d'assurer la promotion des standards *Charia* de l'AAOIFI en France afin d'encourager le développement de nouvelles activités de banque et d'assurance islamiques.

Dans un rapport (Pastré et Jouini 2008) remis à Paris Europlace, dix propositions concrètes ont été avancées pour attirer des capitaux estimés par les auteurs à environ 100 Milliards d'Euros.

Une des propositions avancées (la 3^{ème} selon l'ordre établi par les auteurs) concerne la création d'un indice boursier islamique par NYSE Euronext, une mesure qui pourrait être opérationnelle dans les mois à venir.

Le présent article s'inscrit dans une démarche prospective, notre objectif étant d'appliquer les critères de la finance islamique aux indices de la place financière de Paris. Une telle application peut nous indiquer les valeurs de la Bourse de Paris qui sont compatibles avec la finance islamique et qui sont susceptibles de faire partie d'un indice boursier islamique.

Le plan de cet article se présente comme suit : nous allons commencer par une revue de la littérature relative aux indices boursiers islamiques. Ensuite, nous présenterons les critères de filtrage des valeurs boursières en finance islamique pour passer enfin à l'application de ces critères aux valeurs de la Place de Paris.

II. REVUE DE LA LITTÉRATURE

Une première revue de la littérature nous montre clairement que les recherches qui se sont intéressées exclusivement à l'analyse des indices boursiers islamiques n'ont pas encore atteint un stade de maturité, certains auteurs estiment qu'elles sont rares (HUSSEIN 2005).

Ainsi, après la création des premières banques islamiques dans les années soixante-dix, les premières recherches théoriques sur les indices boursiers ont eu lieu deux décennies plus tard et elles se sont intéressées à l'étude de faisabilité de lancement de marchés financiers islamiques (ELGARI 1993, ANWAR 1995, AHMAD 1997).

Après la vague de lancement des premiers indices islamiques qui a marqué la fin du deuxième millénaire, des études qualitatives ont tenté de soulever les principaux défis qu'un marché islamique des actions est censé relever et les particularités de ce marché en termes de pratiques et de régulation. L'article de NAUGHTON et NAUGHTON (2000), par exemple, allait dans ce sens.

Les premières études quantitatives qui ont essayé de mesurer la performance des indices islamiques étaient celles de HASSAN (2002), HAKIM et RACHIDIAN (2002), ELFAKHANI (2002).

Parmi les études visant à mesurer la corrélation et la performance des indices boursiers islamiques avec des benchmarks conventionnels, on cite : HAKIM et

RACHIDIAN (2004), GIRARD et HASSAN (2005), HUSSEIN et OMRAN (2005), HUSSEIN (2005), HADDAD et al. (2008), FORTE et MIGLIETTA (2008), qui ont pu élargir l'analyse aux indices socialement responsables en plus des benchmarks conventionnels.

Par ailleurs, d'autres études ont porté sur les indices islamiques cotés sur les marchés boursiers asiatiques, notamment celui du Pakistan (NISHAT 2002), de la Malaisie (ANWAR 1995, AHMAD et ALBAITY 2006) et de l'Inde (KHATKHATAY et NISAR 2007). Cette dernière étude s'est intéressée également aux critères de vérification adoptés par le comité *Charia* de DJIMI index en les passant en revue et en les appliquant aux 500 sociétés cotées sur la bourse indienne des valeurs, l'étude a conclu par un appel à plus de flexibilité afin de permettre aux investisseurs de diversifier davantage leurs portefeuilles.

III. ANALYSE DES CRITERES DE FILTRAGE

Pour faire partie de l'indice islamique, les firmes doivent avoir une activité licite, du point de vue de la *Charia*, et respecter un certain nombre d'exigences en termes de structure financière. Ainsi, le choix des firmes se fait en 2 étapes :

III.1. La conformité de l'activité principale de la firme aux principes de la *Charia* :

Dans une optique à la fois religieuse et éthique, la *Charia* interdit d'investir dans des secteurs d'activité dont les produits présentent des risques sur la santé de l'être humain, qui n'ont pas une vraie utilité ou bien qui vont à l'encontre des bonnes mœurs conformément aux préceptes de la loi islamique. Cette interdiction s'étend ainsi pour couvrir toutes les activités dites « illicites ».

C'est ainsi que la *Charia* condamne le financement ou la participation dans des activités liées à l'armement, à l'alcool, au tabac, à la drogue ou à la viande porcine. Sont aussi interdits les jeux de hasard, la pornographie, l'industrie cinématographique suggérant la débauche ou la déchéance de l'être humain, ainsi que l'investissement dans les institutions financières et d'assurance de type conventionnel.

Le comité *Charia* du DJIMI a établi une liste de ces secteurs qu'elle juge incompatibles avec les principes d'investissement en finance islamique. Ainsi le comité a classé les secteurs d'activité interdits en six grandes catégories :

1. L'alcool ;
2. Le tabac ;
3. Les activités liées à la viande porcine (production, conditionnement, transport, etc.) ;
4. Les services financiers conventionnels donnant lieu à des paiements d'intérêt ;
5. L'armement ou le trafic d'armes ;

6. Le divertissement et les loisirs contraires aux mœurs et aux préceptes islamiques.

Afin de pouvoir déterminer le secteur d'activité principal d'une société, et par conséquent sa conformité ou non aux principes de la finance islamique, le comité se base actuellement sur la nomenclature sectorielle ICB (The Industry Classification Benchmark).

La classification de l'ICB suit une hiérarchie décomposée en 10 industries, 18 super-secteurs, 39 secteurs et 104 Sous-secteurs. Cette nomenclature, qui a été lancée en Janvier 2005 par Dow Jones Indexes et FTSE Group, a été adoptée par Euronext qui a commencé à publier la liste de ses valeurs sous cette nomenclature un an plus tard, c'est-à-dire à partir du 02 Janvier 2006¹⁰.

C'est grâce à cette nomenclature que le comité *Charia* du Dow Jones identifie les valeurs susceptibles de faire partie de l'indice DJIMI et il a dressé pour cela une liste exhaustive des secteurs et des sous-secteurs dont l'activité est non-conforme à la *Charia* (Tableau 1) :

¹⁰ Voir : www.euronext.com

Tableau 1 : Codes ICB des secteurs interdits par le comité *Charia* du Dow Jones Islamic Market

Codes	Désignations
2717	Défense
3535	Distillateurs et viticulteurs
3577	Produits alimentaires
3745	Produits de loisirs
3785	Tabac
5337	Détaillants et grossistes – Alimentation
5553	Audiovisuel et divertissements
5555	Agence de médias
5752	Jeux de hasard et d'argent
5753	Hôtels
5755	Services de loisirs
5757	Restaurants et bars
8355	Banques
8532	Assurance (Services complets)
8534	Courtiers en assurance
8536	Assurance - immobilière et dommages
8538	Réassurance
8575	Assurance vie
8733	Patrimoine immobilier et développement
8773	Financement à la consommation
8775	Activités financières spécialisées
8777	Services d'investissement
8779	Financements hypothécaires

Source : www.djindexes.com

Il est évident qu'une firme dont l'activité principale consiste à opérer dans un des secteurs ou sous-secteurs figurant sur la liste sus mentionnée ne pourra faire partie de l'indice. Cependant, la question se pose pour les sociétés dont l'activité principale est licite mais qui peuvent avoir des participations ou des recettes provenant exceptionnellement ou bien en partie des secteurs d'activité dits illicites (YAQUBY 2000).

Face à l'absence d'une unanimité vis-à-vis de ce sujet, diverses opinions existent avec plus ou moins de flexibilité. Alors que des comités estiment que la finance islamique doit garder sa spécificité en s'opposant catégoriquement à la présence de ressources en provenance de ces secteurs, la majorité des comités l'autorise à titre exceptionnel et à hauteur d'un certain niveau (KHATKHATAY et NISAR 2007).

De même, au cours de leur activité, les firmes peuvent avoir un excédent de liquidité qui peut générer des produits financiers sous forme d'intérêts à la base interdits en finance islamique. Cette situation présente la deuxième difficulté de savoir en dessous de quel niveau ces recettes sont considérées comme étant négligeables.

Pour résoudre ces deux problèmes, une flexibilité a été accordée par le comité du Dow Jones Islamic Market Index. En effet, durant les premières années d'existence, un pourcentage de 5% était le seuil maximum autorisé d'intérêts et de recettes exceptionnelles dégagées par l'une des activités accessoires illicites.

Les bases de filtrage du DJIMI ont été modifiées (www.djindexes.com). Désormais, le comité s'intéresse à la structure financière de la firme à travers trois ratios, l'un d'eux fait apparaître la part du cash et des titres de placement susceptibles de rapporter des intérêts (voir le ratio N°3 ci dessous).

Toutefois, il convient à l'investisseur, au moment de la perception des dividendes, de se dessaisir de la part des revenus provenant des intérêts ou d'autres sources non conformes à la *Charia*. Cette part est déterminée en fonction de la contribution des revenus illicites dans la formation du résultat net de la firme, et la « purification » se fait à travers des dons destinés aux œuvres caritatives ou pour des associations reconnues d'utilité publique.

III.2. La structure financière des entreprises

Un deuxième niveau d'analyse consiste à effectuer un tri parmi les valeurs ainsi retenues de façon à ne garder que les sociétés dont la structure financière est en mesure de satisfaire des exigences exprimées sous forme de ratios.

Ainsi, les éléments suivants doivent être inférieurs à 33% de la capitalisation boursière moyenne sur les 12 derniers mois :

- Le total des dettes ;

A. El Khamlichi – L'investissement en bourse

- Les créances brutes ;
- Les liquidités et les titres rapportant des intérêts.

Le pourcentage de 33% pris en compte comme seuil permettant l'évaluation de la structure financière d'une entreprise s'explique par une règle en Islam qui considère qu'un tiers est significatif (YAQUBY 2000, EL GAMAL 2006, RUIIMY 2008).

Le choix de la capitalisation boursière comme indicateur trouve son explication dans la volonté d'évaluer les firmes en fonction de leur valeur sur le marché boursier. Autrement, des indicateurs comme le total des actifs ou l'actif net de l'entreprise pourraient être utilisés, comme le suggèrent KHATKHATAY et NISAR (2007), par exemple.

Ainsi, l'utilisation de la capitalisation boursière pour attester la conformité d'une société aux normes de la *Charia* se heurte à des problèmes dans la pratique. Elle est jugée par des auteurs comme étant « inappropriée » pour les raisons suivantes :

- Le cours boursier d'un titre peut traduire le sentiment des investisseurs vis-à-vis des rendements futurs indépendamment des fondamentaux de l'entreprise ;
- La conjoncture, qu'elle soit favorable ou défavorable, peut amener à une situation de volatilité dans laquelle le cours boursier d'une entreprise peut connaître de très fortes variations alors que les actifs gérés par l'entreprise restent les mêmes ;
- Des sociétés qui, à un moment donné, étaient considérées comme étant compatibles avec la *Charia* peuvent ne pas l'être seulement à cause de fortes variations à la hausse ou à la baisse de leurs cours boursiers. Ceci posera le problème de la fréquence d'actualisation de la liste des sociétés faisant partie de l'indice ;
- Ce critère ne peut pas être utilisé pour vérifier la conformité des sociétés non cotées (*private equity*) à cause de l'absence du cours boursier, le champ d'étude se trouve ainsi limité aux sociétés cotées.

Malgré ces critiques, le choix du comité *Charia* du Dow Jones a porté sur la capitalisation boursière moyenne durant les 12 derniers mois comme période de référence. Cela permet d'avoir une valeur moyenne qui ne soit pas affectée par les opérations exceptionnelles (augmentation de capital par exemple) et de réduire l'effet de fortes variations de la valeur cotée (cas de forte volatilité).

Dans ce qui suit on va procéder à l'étude des 3 ratios :

✓ **Le ratio N°1 (R1) :**

$$\frac{\text{Total des dettes}}{\text{Capitalisation boursière moyenne des 12 derniers mois}}$$

C'est ce premier ratio qui est utilisé pour mesurer le niveau d'endettement pour s'assurer que l'entreprise est modérément endettée (ou idéalement non endettée). On prend pour cela le total des dettes, englobant à la fois celles contractées à court, à moyen et à long terme.

En effet, un des principes clefs qui distinguent la finance islamique c'est l'interdiction de la pratique de l'escompte ou la vente des dettes, raison pour laquelle le niveau d'endettement de la firme est pris en considération.

Faire appel à son banquier est une activité presque inévitable pour la plupart des entreprises quelle que soit leur taille, c'est pour cette raison que la finance islamique a développé des offres de financement alternatives au circuit bancaire classique.

A partir d'un niveau de dettes s'élevant à hauteur de 33% de la capitalisation boursière moyenne, la société n'est pas considérée comme étant modérément endettée vue l'importance de ses charges financières (sous forme d'intérêts qu'elle devra payer aux prêteurs) et par conséquent ne pourra pas être retenue pour faire partie de l'indice boursier islamique.

✓ **Le ratio N°2 (R2) :**

$$\frac{\text{Total des créances}}{\text{Capitalisation boursière moyenne des 12 derniers mois}}$$

Pour ce ratio, les créances prises en compte sont à la fois celles courantes et à long terme. La société ne doit pas avoir un niveau de créance dépassant 33% de sa capitalisation boursière moyenne. Si la majorité des actifs de la société est sous forme de créances, l'actif circulant de l'entreprise se trouve majoritairement dominé par des flux de trésorerie avec le risque que ces créances soient irrécouvrables (AL GAMAL 2006).

✓ **Le ratio N°3 (R3) :**

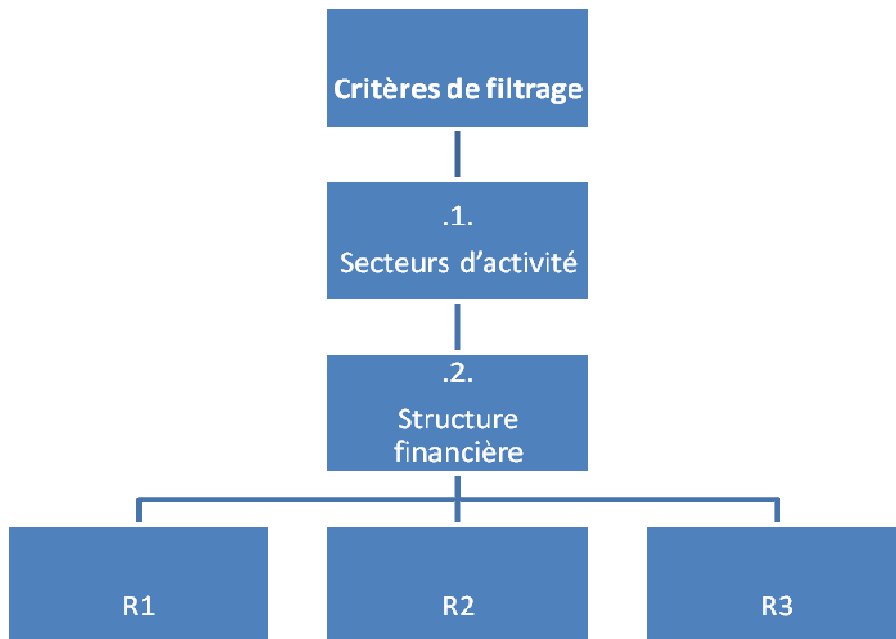
$$\frac{\text{Liquidités et titres pouvant rapporter des intérêts}}{\text{Capitalisation boursière moyenne des 12 derniers mois}}$$

Les liquidités sous-entendent les disponibilités en caisse ou déposées en compte bancaire. Alors que les titres pouvant rapporter des intérêts sont les titres et les valeurs de placement à court terme.

La raison d'être de ce critère de tri est double. Premièrement, afin d'éliminer les firmes dont l'une des principales activités consiste à placer des liquidités sous forme de dépôts bancaires ou d'instruments financiers (significatifs au seuil de 33%), et qui permettent de générer des produits de placement sous forme d'intérêts. La deuxième raison est d'éviter d'investir dans des sociétés dont les actifs seraient majoritairement représentés par des liquidités, ce qui reviendrait à acheter non pas une action mais des liquidités directement.

Le schéma suivant résume les critères de filtrage des valeurs en finance islamique :

Figure1 : Processus de filtrage des valeurs en finance islamique



IV. APPLICATION DES CRITERES DE FILTRAGE

Dans la suite de cet article, nous allons essayer d'appliquer les critères aux sociétés du CAC40 et du SBF 250.

Le CAC 40 (Cotation Assistée en Continu 40) est le principal indice boursier des sociétés cotées sur Euronext Paris ; il est calculé à partir des cours boursiers des 40 sociétés les plus importantes sur la Place de Paris.

Le SBF 250 (Société des Bourses Françaises 250) est un indice plus large calculé à partir des cours de 250 sociétés sélectionnées en fonction de leur importance et leur représentativité sectorielle de l'économie française.

IV.1. Données et méthodologie :

Pour obtenir des données, nous avons utilisé la base de données Factset® et nous avons choisi le 31/12/2007 comme date de référence.

Notre échantillon initial est composé des 40 valeurs composant le CAC40 et des 250 valeurs du SBF 250.

La méthodologie que nous allons poursuivre sera la même que celle utilisée pour déterminer les valeurs faisant partie du DJIMI, elle va consister d'abord à sélectionner des valeurs en fonction du secteur d'activité (selon la nomenclature ICB), pour passer ensuite à l'application des différents ratios financiers.

Pour obtenir la capitalisation boursière moyenne, nous avons calculé la moyenne arithmétique des capitalisations boursières durant une année civile (du 01/01/2007 au 31/12/2007) pour chaque société analysée¹¹.

Quant au montant des dettes, nous avons eu recours à l'ensemble des engagements de chacune des sociétés. Il s'agit des dettes à court, à moyen et à long terme, information disponible dans la rubrique « total des dettes » de la base de données Factset ®.

¹¹ Pour la société Suez environnement qui vient d'être introduite en bourse en Juillet 2008, nous avons opté pour le cours moyen depuis la cotation \times le nombre de titres.

IV.2. Résultats

▪ Le CAC40

La première sélection des valeurs du CAC 40 en fonction du secteur d'activité nous permet d'éliminer 10 sociétés (25% des valeurs) qui sont répartis comme suit :

Valeurs	Code ICB
Accor SA	5753
AXA SA	8532
BNP Paribas SA	8355
Carrefour SA	5337
Crédit Agricole	8355
Danone	3577
Dexia SA	8355
Pernod Ricard SA	3535
Société Générale	8355
Vivendi	5553

Après ce premier tri, l'application des ratios R1, R2 et R3 relatifs à la structure financière des sociétés restantes consiste à ne retenir que celles dont ces ratios sont inférieurs à 33%.

Le ratio N°1 qui traduit le niveau d'endettement de la société, nous permet de ne garder que celles modérément endettées. Ainsi, les 13 valeurs suivantes seront éliminées :

Valeurs	R1
Air France-KLM	92.33%
Bouygues SA	38.59%
France Telecom	71.22%
Lafarge SA	46.49%
Lagardère	42.62%
Peugeot SA	231.40%
PPR SA	51.34%
Renault SA	95.99%
Saint Gobain	40.87%
Suez Environnement SA	93.12%
Unibail-Rodamco	63.69%
Veolia Environnement SA	70.50%
Vinci SA	82.07%

L'application du ratio N°2 aux 17 valeurs restantes, nous permet d'éliminer les 2 valeurs suivantes :

Valeurs	R2
Alstom SA	41.44%
Cap Gemini SA	34.31%

A. El Khamlichi – L'investissement en bourse

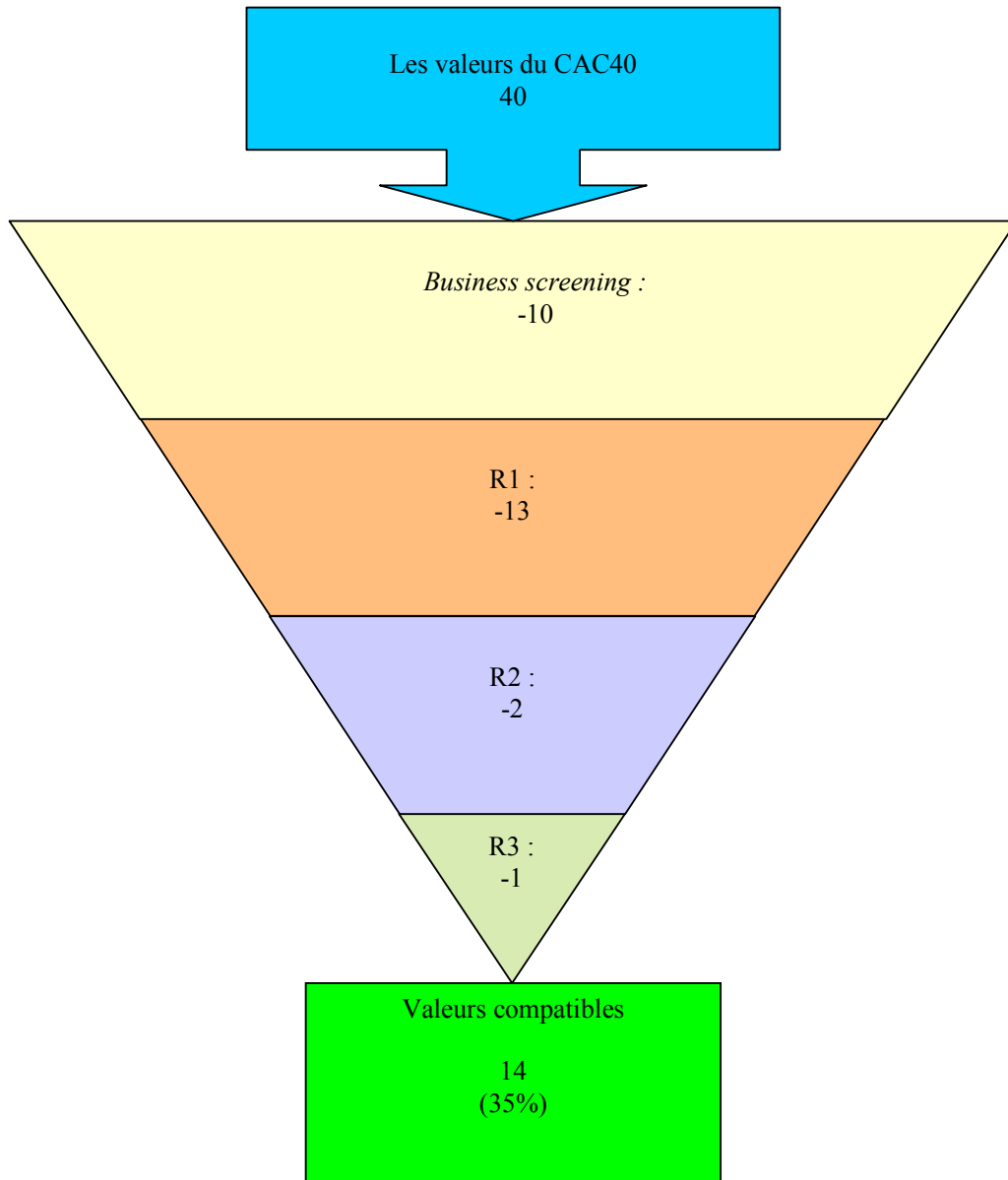
L'application du ratio N°3 aux 15 valeurs restantes nous permet d'éliminer une seule valeur dont le R3 est supérieur à 33% :

Valeurs	R3
Eads	48.75%

Finalement, nous aboutissons à une liste des 14 valeurs compatibles selon les règles de filtrage utilisées par le comité *Charia* du DJIMI :

Valeurs	Code ICB	R1	R2	R3
Air Liquide SA	1353	23.81%	12.61%	3.23%
Alcatel-Lucent	9578	25.64%	25.02%	26.77%
ArcelorMittal	1757	32.67%	10.18%	8.65%
Électricité de France	7535	21.88%	17.38%	14.33%
Essilor Intl	4537	5.16%	6.93%	8.02%
GDF Suez	7575	16.70%	24.21%	9.02%
LVMH	3763	13.67%	6.26%	3.79%
Michelin	3357	32.23%	26.85%	2.63%
Oréal (L')	3767	6.37%	5.31%	2.00%
Sanofi-Aventis SA	4577	6.80%	7.83%	1.98%
Schneider Electric SA	2733	27.01%	18.51%	5.77%
Stmicroelectronics	9576	12.76%	12.17%	16.50%
Total SA	537	14.69%	19.81%	5.16%
Vallourec SA	2757	6.21%	10.80%	8.46%

En résumé, le schéma suivant synthétise l'ensemble des étapes de filtrage des valeurs du CAC 40 et le processus qui nous a permis de sélectionner les valeurs compatibles :



A. El Khamlichi – L'investissement en bourse

En effet, en cas de lancement d'un indice boursier islamique à partir du CAC 40, cet exercice donne une idée de la façon selon laquelle seront choisies les valeurs qui vont le constituer. Ce résultat n'est pas définitif parce que les données des entreprises sont amenées à changer régulièrement.

▪ Le SBF 250

De la même façon et en suivant la même démarche que celle utilisée pour le CAC 40, nous avons procédé à la vérification de la conformité des 250 valeurs du SBF 250. D'abord, le *business screening* nous a conduits à éliminer 69 sociétés (27.6% des 250 valeurs).

Après le calcul du ratio R1 pour les sociétés restantes, nous avons éliminé 73 valeurs (29.2% des valeurs du SBF 250).

L'application du ratio R2 aux valeurs restantes après le 2^{ème} tri, nous a permis de supprimer 24 sociétés, soit 9.6% des valeurs du SBF 250)

Le ratio R3 nous a permis d'éliminer 5 valeurs (soit 2% des valeurs du SBF 250) pour obtenir la liste suivante des 79 valeurs compatibles :

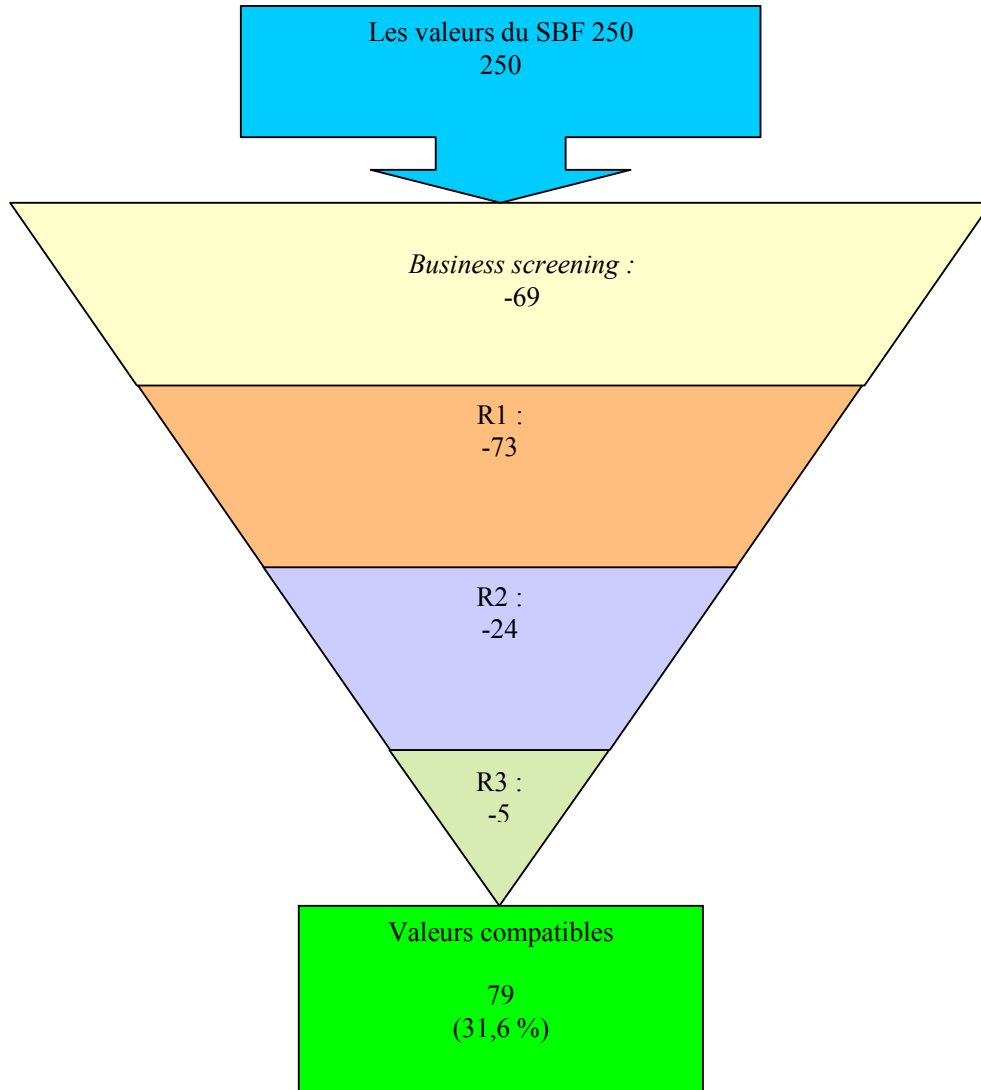
Valeur	Code ICB	R1	R2	R3
Aéroports de Paris SA	2777	31,43%	7,77%	7,04%
Air Liquide SA	1353	23,81%	12,61%	3,23%
Alcatel-Lucent	9578	25,64%	25,02%	26,77%
Ales Groupe SA	3767	11,08%	18,35%	6,13%
ArcelorMittal	1757	32,67%	10,18%	8,65%
Areva SA	7535	11,09%	19,64%	3,68%
Audika SA	4537	8,90%	3,76%	4,90%
Aurea (Auer)	2799	23,34%	6,28%	16,00%
Bastide Le Confort Medica	4533	6,09%	8,02%	0,45%
BIC	3724	1,98%	13,50%	8,44%
Biomerieux Inc	4535	1,50%	12,26%	2,07%
Boiron SA	4577	2,02%	17,53%	12,23%
Bureau Veritas	2791	17,93%	15,92%	3,58%
Camaieu SA	5371	5,20%	0,65%	5,85%
Carbone Lorraine	2733	31,17%	21,67%	4,14%
Catering International serv	2791	5,28%	29,04%	20,20%
Cegid Group	9537	19,37%	22,15%	1,14%
CGG Veritas	573	29,48%	14,72%	5,69%
Ciments Francais SA	2353	32,16%	17,16%	6,26%

Valeur	Code ICB	R1	R2	R3
Dassault Systemes	9537	4,07%	6,51%	12,74%
Delachaux S.A	2757	24,01%	18,28%	11,56%
Electricite de France	7535	21,88%	17,38%	14,33%
Eramet SA	1755	2,79%	14,79%	20,30%
Essilor Intl	4537	5,16%	6,93%	8,02%
Etam Developpement	5371	28,52%	10,14%	9,74%
Eurofins Scientific SA	4533	18,67%	14,90%	6,98%
Exel Industries	2753	2,91%	27,05%	19,19%
Gameloft SA	3747	0,04%	8,61%	3,43%
GDF Suez	7575	16,70%	24,21%	9,02%
Gemalto N.V.	2737	1,36%	23,98%	19,47%
Gifi SA	5373	28,31%	9,14%	8,22%
GL Trade SA	9537	13,96%	16,14%	6,56%
Guerbet SA	4577	18,22%	18,76%	2,28%
Hermes International	3763	0,89%	2,06%	6,07%
Hiolle Industries	2757	7,46%	30,06%	13,44%
ILIAD SA	9535	8,88%	3,35%	5,96%
Ilog SA	9537	0,10%	19,33%	23,78%
Infogrames Entertainment	3747	11,91%	17,22%	28,62%
Ingenico SA	2737	17,04%	21,38%	16,66%
Inter Parfums SA	3767	13,10%	20,19%	15,57%
Ipsen SA	4577	1,13%	7,59%	7,92%
LACIE SA	9572	1,12%	15,42%	27,85%
Lectra SA	9537	32,46%	32,14%	5,74%
LeGrand Holding SA	2733	30,42%	10,64%	3,33%
Linedata Services SA	9537	30,01%	31,55%	15,33%
LISI SA	3355	22,25%	15,99%	15,34%
LVL Medical Groupe SA	4533	5,32%	7,16%	2,50%
LVMH	3763	13,67%	6,26%	3,79%
Manitou	2753	3,20%	19,51%	8,27%
Manutan International SA	2797	1,32%	20,73%	28,84%
Metabolic Explorer	1357	1,05%	0,86%	32,18%
Metrologic Group	9537	0,01%	3,30%	32,10%
Michelin	3357	32,23%	26,85%	2,63%
Neopost SA	9574	19,01%	10,68%	4,78%
Nicox	4577	0,00%	0,61%	19,73%
Oréal (L')	3767	6,37%	5,31%	2,00%
Parrot	9578	0,51%	13,25%	9,43%

A. El Khamlichi – L'investissement en bourse

Valeur	Code ICB	R1	R2	R3
Pharmagest Interactive SA	9537	11,62%	8,74%	10,93%
Radiall SA	9578	21,40%	23,11%	26,59%
Recylex SA	1755	5,35%	14,74%	19,41%
Robertet Sa	1357	28,02%	26,29%	11,12%
Rubis	7573	31,22%	21,77%	15,68%
Sanofi-Aventis SA	4577	6,80%	7,83%	1,98%
Schneider Electric SA	2733	27,01%	18,51%	5,77%
Seche Environnement	2799	25,97%	10,01%	1,34%
Sechilienne Sidec	7537	32,22%	2,30%	3,49%
Soitec	9576	8,32%	4,69%	15,45%
Spir Communication SA	5557	17,21%	24,52%	2,46%
Stallergenes	4577	2,68%	4,10%	1,33%
Ste Internat Plants Heveas	1353	4,83%	8,19%	10,20%
Stmicroelectronics	9576	12,76%	12,17%	16,50%
Store Electronic Systems	2737	7,39%	17,46%	7,39%
Sword Group SA	9533	16,12%	22,95%	7,78%
Thermador Groupe	2797	0,00%	20,27%	1,88%
Total SA	5370	14,69%	19,81%	5,16%
UBI Soft Entert.	3747	4,12%	9,04%	11,67%
Vallourec SA	2757	6,21%	10,80%	8,46%
Vicat SA	2353	15,42%	13,26%	2,15%
Virbac	4577	11,17%	15,88%	1,94%

En résumé, les valeurs compatibles représentent 31,6% des valeurs du SBF 250, résultat obtenu selon le schéma suivant :



V. CONCLUSION

L'étude des critères de filtrage utilisés en finance islamique nous a permis de constater comment l'investissement en bourse conformément à la *Charia* obéit à une logique à la fois financière et extra-financière.

Ainsi, outre l'intérêt accordé au secteur d'activité de l'entreprise, le choix se fait en ayant recours à des ratios financiers pour ne retenir que les valeurs qui respectent, ou du moins qui sont les plus proches, des principes de la finance islamique.

Les critères de filtrage adoptés par le comité *Charia* du DJIMI restent les plus utilisés, mais n'échappent pas à des critiques quant à leur principe et concernant le choix de la capitalisation boursière comme base de comparaison.

L'application de ces normes de filtrage aux valeurs du CAC 40 et SBF 250 permet de conclure que les valeurs compatibles avec la *Charia* se situent dans une limite acceptable (35% pour le CAC 40 et 31,6% pour le SBF 250) comparable à 35,73% pour le Dow Jones World, mais inférieure aux valeurs compatibles du S&P 500 qui représentent 53,2% de l'indice de référence.

Nous signalons au final que cette application a été effectuée avec les données des sociétés à un moment donné et reste seulement à titre indicatif. Cet exercice permet de donner une première idée sur le résultat qu'un tel filtrage donnerait mais ne peut en aucun cas être considéré comme un résultat définitif compte tenu du fait que les données de la société peuvent être modifiées régulièrement.

En pratique, ce type de filtrage est effectué régulièrement. A titre d'exemple, le comité *Charia* du Dow Jones Islamic Market actualise chaque trimestre la composition de son indice islamique en établissant la liste des valeurs à inclure et de celles qui seront amenées à disparaître de l'indice faute de conformité.

BIBLIOGRAPHIE

AHMAD R. et ALBAITY M. (2006), « The performance of shariah and composite indices: Evidence from Kuala Lumpur Stock Market », Electronic copy available at: <http://ssrn.com/abstract=1008840>

AHMED O.B. (2001), « Islamic equity funds : the mode of resource mobilization and placement », Background paper, Islamic Research and Training Institute, Jeddah.

ANWAR M. (1995), "An islamic perspective on capital markets and islamic securities in Malaysia", the pakistan development revue, part 2, pp.865-878.

DE BRITO C., DESMARTIN J-P, LUCAS-LECTIN V., PERRIN F. (2005), *L'investissement socialement responsable*, Economica-Paris

DOMINI A. et KINDER P. (1997), « Social screening : Paradigms old and new », *Journal of investing*, vol. VI-4

ELFAKHANI S.M, SIDANI Y.M. and FAHEL O.A. (2002), “An Assessment of the Performance of Islamic Mutual Funds”, School of Business, American University of Beirut.

ELGAMAL M.A (2006), *Islamic Finance: law, economics and practice*, New York, Cambridge University press, 221 pages.

ELGARI, M.A., (1993), "**Towards an Islamic Stock Market**", *Islamic Economics Studies*, Vol. 1 (1), pp. 1-21

FORTE G. et MIGLIETTA F. (2008), “Islamic mutual funds as faith-based funds in a socially responsible context” , available on line at:

http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1012813

GIRARD E. et HASSAN K. (2005), “Faith-Based Ethical Investing: The Case of Dow Jones Islamic Indexes”, Electronic copy available at <http://www.fma.org/SLC/Papers/Faith-BasedEthicalInvesting.pdf>

GUERARD J.B, (1997): « Is there a cost on being socially responsible in investing? », *Journal of investing*, Summer 1997, (6) p. 40-45.

HADDAD M., HOMAIFAR G. , ELFAKHANI S., AHMADOV H. (2008), “Intertemporal test of beta stationarity performance of Islamic sector structured mutual funds”, working paper N°427, Economic Research Forum

HAKIM S. and RASHIDIAN M. (2002), “Risk and return of Islamic stock market indexes”, the international seminar of nonbank financial institutions, Kuala Lumpur Malaysia

HAKIM S. and RASHIDIAN M. (2004), “How costly is investors’ compliance to Charia?” 11th economic research forum annual conference, Sharjah, U.A.E.

HASHIM N. (2008), “The global FTSE Islamic and the risk dilemma”, American International University (AIUB) –Bangladesh.

HUSSEIN K.A. (2005), « Islamic investment: Evidence from Dow Jones and FTSE indices », *Islamic Research and Training Institute*.

HUSSEIN, K. and OMRAN M. (2005), “Ethical investment revisited: evidence from Dow Jones Islamic indexes”, *Journal of Investing* 14(3), pp. 105-119.

KHATKHATAY M.H. and NISAR S. (2007), « Investment in stocks: a critical review of Dow Jones Charia screening norms », International Conference on Islamic Capital Markets, Jakarta Indonesia.

NAUGHTON S. and NAUGHTON T. (2000), « Religion, ethics, and stock trading: the case of an Islamic equities market », *Journal of Business Ethics* 23: 145–159.

NISHAT M. (2002), “Experience of Equity-based Islamic Shares in Pakistan”, *The Pakistan Development Review*, 41:4 Part II, pp. 583–608

PASTRE O. and JOUINI E.(2008), « Enjeux et opportunités de développement de la finance islamique pour la place de Paris », Paris Europlace publications, http://www.paris-europlace.net/files/rapport_finance_islamique.pdf

RUIMY M. (2008), *La finance islamique*, Paris, Af arnaud franel éditions, 215 pages.

SAINT MARC G. (2008), « Le droit français est-il compatible avec la finance islamique? », *Revue Banque* N° 703, Juin 2008, pp.60-63.

SIAGH L. (2007), « *L'Islam et le monde des affaires* », Alger, Editions Alpha, 409 pages

YAQUBY N. (2000), “Participation and Trading in Equities of Companies whose Main Business is Primarily Lawful but Fraught with some Prohibited Transactions” Paper presented to the Fourth Harvard Islamic Finance Forum, October 2000.