

SOCIETES DE FINANCEMENTS PARTICIPATIFS AU MAROC :
HUB REGIONAL DE LA FINANCE ETHIQUE EN AFRIQUE

M. ANAS ESSAGHIR, essaghiranas@gmail.com
Doctorant Chercheur
Ecole Nationale de Commerce et de Gestion- Université Hassan Premier
SETTAT - MAROC

Pr. ABDESSADEQ SADQI, abdogestion1@gmail.com
Dr. Sciences de Gestion
Ecole Nationale de Commerce et de Gestion- Université Hassan Premier
SETTAT - MAROC

Résumé :

La succession des crises financières a démontré la fragilité du système financier actuel dans le monde entier. Un système caractérisé par un endettement parfois excessif, risqué, et la cupidité de certains acteurs financiers. De ce fait, les chercheurs se sont mobilisés pour trouver des alternatives pertinentes aux failles du système conventionnel actuel.

Parmi les différents courants scientifiques qui ont abordé cette problématique, on distingue les travaux qui se sont inspirés des principes de la religion islamique. Ces travaux visent à apporter une contribution riche à la finance mondiale, par la mise en place d'un cadre conceptuel et pratique de la finance participative, afin d'apporter une contribution aux théories de l'investissement socialement responsable.

Cette communication vise à présenter une partie de l'étude empirique de mon sujet de recherche doctorale, portant sur la mise en place d'un processus d'investissement multicritère, pour un choix de portefeuilles financiers composés des actions cotées à la bourse de Casablanca, et qui sont conformes aux principes d'investissement de Shari'ah islamique.

De ce fait, l'analyse sera portée sur la présentation d'un processus multicritère de sélection des actions cotées en bourse, et les résultats de cette étude permettront d'orienter les investissements vers des cibles éthiques. Aussi ces résultats pourraient déboucher à des travaux pour la mise en place d'un indice participative au niveau de la bourse de Casablanca, et permettre au Maroc de se positionner comme un Hub régional pour la finance participative en Afrique.

Mots clés : Investissement Socialement Responsable, Financements Participatifs, Processus de Filtrage, Notation Financière, Casablanca Finance City-Hub Africain

Abstract:

The succession of financial crises demonstrated the fragility of the current financial system all over the world. A system characterized by excessive, risky debts, and the presence of greedy actors on financial markets. Therefore, researchers were mobilized to find relevant alternatives for weaknesses of the current conventional system.

Among the various scientific thoughts that discussed this problem, we distinguish works that were inspired from principles of the Islamic religion. These works aim to make a rich contribution to financial markets worldwide, by implementing a theoretical and practical framework for participative finance, in order to contribute to the theories of socially responsible investment.

This paper aims to present a part of the empirical study related to my subject of PhD research, concerning the implementation of a multi-criteria investment process, in order to choose financial portfolios composed from stocks listed in Casablanca stock exchange, which are compliant with the Islamic Shariah's investment principles. Therefore, the analysis will focus on the presentation of a multi-criteria process for selecting listed shares, and the results of this study will direct investments to ethical listed stocks. Furthermore, these results could give birth to the implementation of a participative index for Casablanca stock exchange, and allow Morocco to be positioned as regional Hub for the participative finance in Africa.

Key words: Socially Responsible Investment, Participative Financing, Selection Process, Financial Scoring, Casablanca Finance City- African Hub

SOCIETES DE FINANCEMENTS PARTICIPATIFS AU MAROC :

HUB REGIONAL DE LA FINANCE ETHIQUE EN AFRIQUE

Introduction générale :

Durant les dernières décennies, la finance moderne s'est préoccupée principalement des gains réalisés à court terme à travers les divers types d'investissement sur les marchés financiers, orientés principalement vers une stratégie *court-termiste* pour réaliser le maximum de transactions financières, souvent spéculatives à haut risque, afin de maximiser les gains et les bonus de certains acteurs financiers sans se soucier du profil de l'investisseur, de l'impact de ses choix d'investissement sur le plan économique, social ou environnemental. Souvent, cette optique s'est montrée dévastatrice sur un plan économique et financier, surtout quand on priorise notre cupidité financière au détriment de l'intérêt général de notre société. Ainsi plusieurs voix se sont levées ces dernières décennies pour moraliser les stratégies d'investissement et de prendre en considération les conséquences de nos choix d'investissement sur tous les plans, financier économique, social et environnemental.

À partir de ces constats, les chercheurs se sont mobilisés pour trouver des alternatives pertinentes, qui peuvent des solutions aux failles du système conventionnel actuel. Parmi les différents courants scientifiques qui ont abordé cette problématique, on distingue les travaux qui se sont inspirés des principes de la religion islamique et de son référentiel qui est la Shari'ah¹. Cette branche des sciences économiques modernes a apporté une contribution riche au secteur financier grâce à la panoplie des réformes proposées, ainsi qu'aux mécanismes développés pour bien appréhender les différents aspects de la gestion des risques et de la gouvernance d'entreprise. L'investissement selon les principes de la Shari'ah islamique est une branche de l'investissement éthique, où les investisseurs choisissent leurs cibles d'investissement qui sont en concordance avec leurs visions, qu'elles soient basées sur des aspects environnementaux, religieux ou politiques.

I. Revue de littérature :

1. L'Investissement Socialement Responsable :

¹ C'est la constitution des musulmans pour la bonne conduite de leur vie sur tous les plans

Le capitalisme moderne a démontré ses limites avec la multiplication des crises financières, et plusieurs voix se sont levées pour chercher et trouver des alternatives pertinentes pour combler ses lacunes. Joseph Stiglitz a affirmé dans plusieurs reprises que le système économique mondial actuel est caractérisé par une fracture sociale importante, où les riches deviennent de plus en plus riches et les pauvres de plus en plus pauvres. Il faut trouver un juste milieu, un système économique susceptible d'assurer une répartition équitable des richesses afin d'assurer un développement durable pour nos sociétés.

Il faut adopter une stratégie d'investissement, socialement responsable, visant à atteindre des bénéfices sur le plan économique, social et environnemental. Et avec la fragilité du système financier conventionnel à cause de la multiplication des crises financières, plusieurs voix se sont levées incitant à moraliser la finance mondiale, et d'inclure des variables additionnelles relatives au volet éthique, social et environnemental pour la prise de décision en terme de stratégie d'investissement.

1.1 Définition et champ d'application de l'investissement socialement responsable

L'investissement socialement responsable (ISR), aussi appelé finance socialement responsable (FSR) selon Lacroix A. et Marchildon A. (2013), a pris de l'ampleur comme un nouveau courant en termes d'investissement vers les années 90 du siècle précédent, surtout avec la multiplication de scandales financiers (Enron, Worldcom) qui a remis en question la gouvernance appliquée au sein des multinationales. Ce nouveau mouvement intègre le volet social et environnemental dans les stratégies de gestion et d'investissement des sociétés dans le cadre de la Responsabilité sociale des entreprises (RSE). Voorhes et humphreys présentent l'ISR comme *« une approche de l'investissement prenant en compte les dimensions environnementales et sociales de même que les considérations liées à la gouvernance corporative pour générer un retour sur l'investissement à plus long terme, lequel aura un impact positif sur la société »* (Voorhes et Humphreys, 2011). L'investissement socialement responsable a une approche holistique qui intègre, en plus de l'aspect financier de l'investissement, les répercussions sociétales et environnementales.

L'exclusion de certains secteurs d'activité de l'univers d'investissement est due aux répercussions de ces activités économiques ; qui sont néfastes pour la société, et ces exclusions sont aussi communes avec les principes d'investissement de la finance participative.

1.2 Typologie de l'investissement socialement responsable :

L'investissement socialement responsable est un type d'investissement basé principalement sur des principes moraux et éthiques. Ce type d'investissement pourrait être matérialisé à travers plusieurs orientations stratégiques basées sur des référentiels idéologiques. Selon le rapport de l'AMF relatif à l'investissement socialement responsable, cette autorité distingue trois objectifs principaux qui répondent aux attentes des investisseurs visant des cibles socialement responsables :

- *Investir selon une certaine philosophie et dans le respect de certaines valeurs ;*
- *Investir en prenant en compte les risques et les opportunités tirés de l'analyse extra-financière des émetteurs ;*
- *Investir en visant un impact favorable sur les aspects sociaux environnementaux et de gouvernance. (AMF, 2015²)*

A. L'investissement selon un processus de filtrage :

Le processus de filtrage, consiste à filtrer les sociétés selon des critères précis, qui sont soit d'ordre religieux, social, environnemental ou de gouvernance. Selon Michelle Bernard-Royer (2009) il existe deux types de filtrage :

- **Le filtrage négatif** : Ce filtre permet d'exclure les entreprises qui ne respectent pas certaines contraintes d'investissement. Ce filtre permet de mettre en place des contraintes d'ordre idéologique, sociales, environnementale ou de gouvernance afin de limiter ou de même interdire l'investissement dans certaines activités économiques.

- **Le filtrage positif** : Ce filtre permet de sélectionner les sociétés qui adoptent les meilleures pratiques ESG³, en adoptant un système de notation basé sur des informations financières et extra-financières pour mesurer le niveau de conformité de ces sociétés par rapport à un référentiel ESG.

B. L'activisme actionnarial :

Cette approche permet aux investisseurs d'influencer les décisions stratégiques des entreprises pour poursuivre des objectifs durables intégrant l'aspect social et environnemental. Ainsi à travers l'activisme actionnarial « *l'investisseur prend des positions, de déposer ou soutenir des résolutions aux assemblées générales afin d'influer sur ses pratiques pour en faire un acteur du*

² Rapport de l'AMF sur l'investissement socialement responsable (ISR) dans la gestion collective. Autorité des marchés financiers 2015

³Environnementaux, sociaux et de gouvernance. Cité dans l'étude réalisée par Novethic « Les chiffres de l'investissement Responsable » Mai 2016.

développement durable ». (Michelle Bernard-Royer, 2009). Ainsi les investisseurs qui adoptent cette approche vont constituer un lobby au niveau des assemblés généraux pour faire de la pression sur les décisions prises par les comités de direction.

C. L'investissement communautaire :

Ce type d'investissement cible des projets sociaux et communautaires, surtout pour les populations défavorisées de la société. Les fonds investis dans ce type de fonds, socialement responsable, permettent aux petits commerçants et investisseurs d'avoir accès à des financements, qui sont impossible à obtenir en s'adressant aux banques ou aux institutions financières classiques. En fait, ce type d'investissement est un levier principal pour le développement des micro-crédits dans le monde.

1.3 L'investissement éthique en finance participative

La finance participative traite les différentes problématiques financières que l'Homme pourrait rencontrer dans cette vie, en allant de la consommation, la production, l'épargne à l'investissement. Dans ce sens, la finance participative encourage l'Homme à investir ses fonds au lieu de les thésauriser, qui n'est pas bénéfique ni pour lui ni pour la société. Ces investissements vont permettre la création de projets économiques réels, afin de développer le niveau de la société et combattre les vices sociaux, comme la pauvreté et l'exclusion sociale.

2. Processus d'investissement éthique dans les actions cotées en bourse

L'investissement au niveau des actions cotées en bourse a constitué un sujet de débat entre les différents chercheurs. En premier lieu il y a la catégorie des savants musulmans orthodoxes affirmant un non catégorique par rapport à ce type d'investissement, vu qu'il est rare, de trouver une société cotée en bourse sans endettement et sans aucune implication dans des opérations financières usurières. La deuxième catégorie des chercheurs modernistes ont essayé d'aborder cette problématique du point de vue de « *Fiqh muamalat* », en se basant sur la jurisprudence islamique. En effet, il s'avère très difficile d'opérer dans notre contexte économique actuel indépendamment des entreprises ou des institutions financières ayant des liens avec les opérations usurières. Sinon il faut créer tout un nouveau système économique indépendant du système économique conventionnel, ce qui implique tout une révolution intellectuelle et économique, un scénario utopique dans la conjoncture actuelle, que ça soit au niveau du Maroc ou sur l'échelle mondiale.

Par définition, un investisseur qui investit au niveau des actifs cotés en bourse, détiendra une part du capital de la société cotée, ainsi il entre dans une relation de partenariat en tant qu'une partie prenante détenant une partie du capital. Si la société réalise des gains, cet investisseur aura sa part des bénéfices à travers les dividendes, à contrario, il ne recevra aucun dividende. En se basant sur ces scénarii, le principe de partage des pertes et/ou des gains, l'un des piliers de la finance islamique, est respecté. La jurisprudence islamique en termes de la finance participative a mis en place des critères de sélection qui permettront aux musulmans d'investir licitement dans les marchés boursiers. Ces chercheurs ont combiné deux compétences nécessaires pour élaborer ce processus de sélection ; ils sont des juristes spécialistes dans la jurisprudence (*Fiqh muamalat*) et des professionnels qui maîtrisent les caractéristiques des marchés et produits financiers modernes. En effet, il y a tout un processus d'investissement multicritère que l'investisseur doit suivre. Chaque société doit être testée à travers deux filtres de présélection ; un filtre qualitatif qui se base sur l'analyse de l'activité de la société afin d'éliminer celles opérant dans des secteurs d'activités précis (l'industrie du tabacs, élevage du porc et production des produits dérivés, le secteur d'armement, le secteur bancaire conventionnel, etc.). Le deuxième filtre est quantitatif qui consiste à appliquer certains ratios financiers analysant la structure du capital, les types de revenus et la liquidité.

2.1 Règles jurisprudentielles relatives à la commercialisation des actions cotées en bourse.

Les savants musulmans en matière de la jurisprudence financière ont considéré que la commercialisation des actions entre dans le cadre du chevauchement entre le licite et l'illicite dans les transactions financières, sachant que l'activité principale de la société est conforme aux principes de la Shari'ah, mais elle est amenée à réaliser quelques transactions illicites basées sur la perception ou le versement des intérêts. Les avis des savants sont partagés entre les opposants et les partisans. Ces derniers se sont basés sur certaines règles jurisprudentielles pour défendre leur position.

A. L'intérêt prépondérant (*maslaha rajiha*) :

Le consensus des savants musulmans opte pour l'autorisation des sociétés cotées en bourse, comme étant un organe important du développement économique qui permet de créer de la richesse, de faire fructifier l'épargne des investisseurs, de créer des offres d'emploi et de diminuer le chômage, tout cela entre dans les fins de la Shari'ah islamique «*ma9asid shari'ah* » qui considère primordialement l'intérêt prépondérant de toute transaction

économique, qui vise à consolider le bien être générale de la communauté, tout en étant conforme aux sources primaires de la religion islamique à savoir le coran et de la tradition islamique tirée de l'exemple de la vie du prophète Mohammed« *Sonah* ».

B. L'habitude et la coutume (*Al Orf et Al ada*) :

Les transactions réalisées avec les sociétés cotées en bourse dans nos sociétés musulmanes sont devenues une habitude générale et une pratique courante, vu l'impact de ces sociétés sur les marchés financiers, le marché de travail et la croissance économique d'une manière générale.

C. Considération de la fin (*I3tibar al maal*) :

Cette règle consiste à considérer la fin d'une action, et dans le contexte de la jurisprudence islamique, analyser la conséquence d'un avis juridique (*Fatwa*) par rapport à une problématique économique complexe et nouvelle qui n'existait pas à l'époque du prophète. De ce fait, l'interdiction de la commercialisation des actions affaiblie considérablement l'économie islamique et les institutions financières participatives, et surtout dans la conjoncture actuelle économique, dominée par la mondialisation financière visant à propager l'idéologie capitaliste conventionnelle.

D. Élimination de l'embarras (*Raf3 Alharaj*) :

Notre époque est pleine de tentations financières, qui poussent les investisseurs musulmans à utiliser les produits financiers conventionnels basés principalement sur l'usure, l'incertitude et le hasard. Ainsi la jurisprudence relative à la finance participative s'est préoccupé principalement de proposer des alternatives éliminant l'embarras pour les musulmans.

En fait il ne faut pas seulement se préoccuper d'interdire et/ou d'autoriser une transaction, sans apporter systématiquement une alternative pertinente. Si on ne procède pas à déployer de grands efforts pour développer l'ingénierie financière islamique pour trouver des alternatives aux produits financiers conventionnels, les gens tomberont dans l'embarras (*Haraj*), que les préceptes de l'Islam visent à éliminer de la société.

2.2 Processus de filtrage qualitatif des sociétés cotées en bourse :

La Shari'ah islamique interdit les transactions économiques issues des opérations usurières, incertaines et hasardeuses, vu qu'elles sont prohibées du point de vue de la Shari'ah islamique. Ainsi la Shari'ah islamique a mis en place un processus de sélection et de purification, afin d'éliminer les secteurs d'activité nocifs pour la société (produits dérivés du porc, produits alcooliques, le tabac, les films pornographiques, l'industrie de l'armement...).

2.3 Processus de filtrage quantitatif des sociétés cotées en bourse :

Selon les principes islamiques les sociétés ne doivent pas emprunter sur la base d'intérêt, investir dans des instruments financiers basés sur la dette, et générer des revenus à travers des activités non permises par la Shari'ah islamique. Pour résoudre cette problématique, on distingue le processus de filtrage quantitatif, qui consiste à analyser certains ratios financiers afin de vérifier la composition de la structure financière de l'entreprise en question. Même s'il y a des différences entre les différentes approches de filtrage des sociétés cotées en bourse, elles partagent les mêmes critères principaux parce que leur source est identique. En fait les niveaux de tolérance peuvent différer d'une approche à une autre selon les écoles de pensées, le pays en question et son environnement. Par exemple les critères de sélection en Malaisie utilisés par la SAC (Shariah Advisory Council of Securities Commission Malaysia) sont différents par rapport à d'autres approches, vu qu'il y a plusieurs races et religions au niveau de ce pays (Noor Latiffah Adam & Nordin abu bakar, 2012)

L'objectif du filtre quantitatif est d'éliminer les sociétés ayant un niveau d'endettement inacceptable, un investissement basé sur la perception des intérêts et une proportion impure du revenu.

II. Méthodologie et collecte de données :

La question de l'investissement en bourse selon les principes de la Shari'ah islamique, a été abordé par plusieurs chercheurs afin d'apporter des éclaircissements à la communauté scientifique de la finance participative.

Dr. **El Khamlichi(2014)** a abordé la question du processus du screening selon les principes d'investissement de la Shari'ah islamique. En premier lieu, il a abordé la question du filtrage qualitatif sur la base de l'activité de l'entreprise analysée, et en deuxième lieu il a présenté les ratios financiers de sélection pour le filtrage quantitatif. En plus il a évoqué le concept de la purification des dividendes en déterminant la partie illicite des dividendes perçus à travers la détermination de la proportion du revenu illicite par rapport au revenu global.

Dans le même cadre, **Noor Latiffah A. & Nordin A.B(2014)** ont présenté dans leur article le processus et les critères de sélection pour étudier la conformité des sociétés par rapport aux principes d'investissement selon la Shari'ah islamique.

Aussi **Mahfooz S.B & Habib A.(2014)** ont présenté une description compréhensive du processus contemporain d'investissement selon la Shari'ah islamique et ses implications et pratiques pour la gestion des fonds mutuels.

Dawood A. et Khawaja M. (2016) ont présenté les critères qualitatifs et quantitatifs de filtrage pour sélectionner un portefeuille d'actions, afin de réaliser une étude comparative entre la performance des portefeuilles conformes à la Shari'ah islamiques et leur benchmark conventionnel au niveau des USA, Canada, Europe, pays du golfe et le Japon.

L'application du processus de filtrage, selon les principes d'investissement de la Shari'ah islamique, pour le cas des sociétés cotées à la bourse de Casablanca comportera deux étapes. En premier lieu l'analyse sera focalisée sur l'étude du secteur d'activité de chaque société afin d'appliquer le filtre qualitatif. Ensuite l'analyse portera sur l'étude des ratios financiers, des états financiers certifiés par les commissaires aux comptes, analysant la proportion d'endettement, la liquidité, la part des produits financiers issus des intérêts perçus et la proportion des revenus impurs du chiffre d'affaire globale.

Au niveau de marché international des financements participatifs, il y a des indices islamiques de référence qui retracent la performance financière des sociétés cotées en bourse et éligibles à l'investissement. Ces indices se basent sur le processus de filtrage pour sélectionner leurs constituants de la base de toutes les sociétés cotées.

Le tableau ci-dessus synthétise les règles de filtrage pour quatre indices islamiques phares, qui se sont inspirés des règles de filtrages de l'AAOFI⁴, pour fixer ces seuils de sélection avec l'accord préalable de leurs comités de supervision par rapport à la conformité aux préceptes de la Shari'ah islamique.

Indice	Filtre Qualitatif	Filtre Quantitatif
Dow Jones Islamic Index ⁵	Le revenu des activités suivantes ne doit pas dépasser 5% du revenu global : <ul style="list-style-type: none"> • Alcool • Tabac 	Les ratios financiers suivants ne doivent pas dépasser 33% : <ul style="list-style-type: none"> • Dette Totale/ Capitalisation boursière Moyennes durant les derniers 24 mois

⁴ Accounting and Auditing Organization For Islamic Institutions

⁵ "Dow Jones Islamic Market Indices Methodology". Octobre 2015. Extrait du site officiel de Dow Jones [Consulté en Avril 2017]

	<ul style="list-style-type: none"> • Produits dérivés du porc • Services financiers conventionnels (banques, assurances) • Armes et défenses • Divertissement (Hôtels, Jeux de hasard, Cinéma, Pornographie, Musique, etc.) 	<ul style="list-style-type: none"> • La somme des produits financiers issus des intérêts / Capitalisation boursière Moyennes durant les derniers 24 mois • Les créances clients / Capitalisation boursière Moyennes durant les derniers 24 mois
MSCI World Islamic Index ⁶	<p>L'investissement est interdit dans les sociétés opérant intégralement dans les secteurs d'activités illicites ou ayant plus que 5% de revenu dans ces dits secteurs :</p> <ul style="list-style-type: none"> • Alcool • Tabac • Produits dérivés du porc • Services financiers conventionnels • Défense/ Armement • Jeux de hasard • Divertissement pour adultes 	<p>- Les ratios financiers suivants ne doivent pas dépasser 33% :</p> <ul style="list-style-type: none"> • Dette Totale/ Total Actif • La somme des produits financiers issus des intérêts / Total Actif • Les créances clients / Total Actif <p>- Application d'un ratio de purification sur les dividendes payés, afin de déduire la part du revenu illicite, issu des intérêts perçus ou des revenus des activités illicites, du revenu global.</p>
FTSE Shari'ah Global Equity Index ⁷	<p>Les sociétés impliquées dans les secteurs d'activités suivants seront considérées comme non conformes à la Shari'ah:</p> <ul style="list-style-type: none"> • La finance conventionnelle • Alcool • Produits dérivés du porc, et production alimentaire non halal • Divertissement (Jeux de hasard, pornographie) • Tabacs, Industrie de l'armement. 	<p>Les ratios financiers suivants doivent être respectés :</p> <ul style="list-style-type: none"> • Dette total/ Total des actifs < 33,33% • La somme des produits financiers issus des intérêts / Total Actif < 33,33% • Les créances clients / Total Actif < 50% • Total des produits issus des intérêts et des revenus des activités non conformes / Total revenu < 5%

⁶ « MSCI World Islamic Index ». Guide méthodologique. 2017. Extrait du site officiel de MSCI [Consulté en Avril 2017]

⁷ "FTSE Shariah Global Equity Index Series". Source: <http://www.ftse.com/products/indices/Global-Shariah>. [Consulté en Avril 2017]

S&P Index⁸	Shari'ah	<p>Les secteurs d'activités relatives aux points suivants sont exclus :</p> <ul style="list-style-type: none"> - Divertissement et Média avec les exceptions suivantes : <ul style="list-style-type: none"> • Les chaînes d'informations • Les journaux • Les chaînes de sport - Clonage - Finance conventionnel, à l'exception de : <ul style="list-style-type: none"> • Banques islamiques • Institutions financières islamiques • Sociétés d'assurance islamiques - Jeux de Hasard - Produits dérivés du Porc - Pornographie - Tabacs - Commercialisation à terme de l'or, de l'argent et des devises. 	<p>Les ratios financiers suivants doivent être respectés :</p> <ul style="list-style-type: none"> • Dette total/ Capitalisation boursière Moyennes durant les derniers 36 mois < 33,33% • Les créances clients / Capitalisation boursière Moyennes durant les derniers 36 mois < 49% • La somme des produits financiers issus des intérêts / Capitalisation boursière Moyennes durant les derniers 36 mois < 33% • Revenu illicite, hormis les produits issus des intérêts / Total revenu < 5% <p>- Application d'un ratio de purification sur les dividendes payés, afin de déduire la part du revenu illicite, issu des intérêts : $\text{Dividende} * (\text{Revenu illicite} / \text{Revenu total})$</p>
----------------------------------	-----------------	---	---

Tableau 1 : Règles de filtrage qualitatif et quantitatif des principaux indices islamiques mondiaux⁹

Pour notre étude nous allons procéder en premier lieu à sélectionner de la base de toutes les sociétés cotées à la bourse de Casablanca, les sociétés opérant dans les secteurs d'activités économiques licites. L'exclusion concernera des secteurs d'activités précis, à savoir les banques, les sociétés d'assurance et les sociétés de financement conventionnelles, les sociétés de production des boissons alcooliques et les Hôtels. Les raisons de ces exclusions concernent l'implication dans la perception et le versement des intérêts, dans les activités à niveau élevé de hasard et dans la production des boissons alcooliques, vu les effets nocifs de ces opérations sur l'individu, sur sa relation avec l'autrui et sur l'environnement et la société d'une manière générale. Ainsi toutes les sociétés opérant dans les secteurs suivants seront exclues de notre échantillon d'analyse :

⁸ "S&P Shariah indices Methodology". Juin 2016. Extrait du site officiel de S&P Global. [Consulté en Avril 2017]

⁹ Cf. aux références, 7, 8, 9 & 10

Secteur/ Catégorie	Société
Assurances	AFMAAGMA, LAHLOU-TAZI, SAHAM ASSURANCE, WAFA ASSURANCE
Banques	ATTIJARIWAFABANK, BCP, BMCE BANK, BMCI, CDM & CIH
Sociétés de financement et Autres Activités Financières	AXA CREDIT, DIAC, SALAF, EQDOM, MAGHREBAIL, MAROC LEASING, SALAFIN, TASLIF
Boissons alcooliques	BRASSERIES DU MAROC
Loisirs et Hôtels	RISMA

Tableau 2 : Sociétés non conformes aux secteurs d'activités éligibles à l'investissement selon les principes de la Shari'ah (Bourse de Casablanca)

En plus nous avons retenu comme hypothèse l'exclusion des sociétés suivantes :

SAMIR : La société a été exclue du périmètre de notre étude car elle est actuellement en procédure judiciaire pour son redressement.

LAFARGE HOLCIM : Avant la fusion il y avait deux sociétés LAFARGE & HOLCIM. La fusion d'un point de vue comptable et fiscal prendra effet au 1er janvier 2016¹⁰. Donc on n'a pas inclus les états financiers des sociétés LAFARGE & HOLCIM dans l'analyse historique de 2015, 2014 et 2013.

TOTAL MAROC : Date d'introduction en bourse 29 Mai 2015, ainsi elle sera incluse dans l'analyse à partir de l'exercice de 2015.

RESIDENCE DAR SAADA : Date d'introduction en bourse est le 18 Décembre 2014¹¹, ainsi elle sera incluse dans l'analyse à partir de l'exercice de 2014 et 2015.

Par la suite un deuxième filtre quantitatif sera appliqué sur l'ensemble des sociétés qui ont été sélectionnées après l'application du premier filtre qualitatif, afin d'éliminer les sociétés qui n'ont pas respecté les seuils prédéfinis relatifs à la structure d'endettement, à la proportion du revenu impur et aux créances clients.

¹⁰ Avis de Fusion. LafargeHolcim Maroc. 2016 [Consultable en Juillet 2017 sur le web-site : http://www.lafarge.ma/LH_M_-_AVIS_DE_FUSION_-_Novembre_2016_v25.11.pdf]

¹¹ Source: Bourse de Casablanca

On remarque qu'il y a certaines différences entre les ratios financiers des indices islamiques au niveau mondial. Principalement c'est la question du dénominateur pour les trois ratios qui constitue une discussion entre les juristes, afin de trancher pour l'utilisation de la capitalisation boursière ou du total des Actifs du bilan. Dans notre étude on a utilisé la capitalisation boursière comme dénominateur pour le calcul de nos ratios, vu qu'il représente la valeur juste de la société qui est sa valeur actuelle selon les fluctuations de ses cours sur les marchés financiers, et aussi elle prend en considération la valeur des actifs non tangibles.

La deuxième différence est relative aux seuils prédéfinis qui varient de 33% à 50%, et pour notre étude on s'est fixé comme hypothèse que nos ratios auront comme seuil 33%. La raison derrière ce choix est que la proportion d'un tiers n'est pas considérée comme un seuil excessif d'un point de vue de la Shari'ah islamique selon Obaidullah (2005). La référence religieuse pour cette proportion est un dit « *hadith* » du prophète qui conseille l'un de ses compagnons de ne pas donner plus d'un tiers dans son testament, en affirmant qu'« un tiers est beaucoup »¹²

Les ratios qui sont retenus pour le filtre quantitatifs ne doivent pas dépasser les 33%, et sont :

- **Ratio1** : Dette Totale/ Capitalisation boursière Moyennes durant les derniers 24 mois
- **Ratio2** : La somme des produits financiers issus des intérêts / Capitalisation boursière Moyennes durant les derniers 24 mois
- **Ratio3** : Les créances clients / Capitalisation boursière Moyennes durant les derniers 24 mois

En plus de ces trois ratios financiers, un quatrième ratio de purification doit être calculé :

Le ratio de purification : Revenu non permissible¹³ / Chiffre d'affaires¹⁴

Les données financières utilisées pour effectuer ces calculs au niveau de l'annexe 2, sont issues des états financiers¹⁵ des Commissaires aux comptes qui sont publiés périodiquement. Aussi pour les capitalisations boursières, les données ont été obtenues à partir de la base de données de la CDG CAPITAL BOURSE.

➤ **Résultats de l'étude :**

Les résultats du filtre quantitatif nous ont permis de sélectionner les sociétés qui sont éligibles à l'investissement au niveau de la bourse Casablanca, et qui ont rempli les conditions du

¹² Saeed bin mahfooz & Habib Ahmed. Shari'ah Investment Screening Criteria: A Critical Review. *JKAU: Islamic Econ.*, Vol. 27No.1, pp:3-39. 2014

¹³ Le revenu non permissible contient tout type de revenu généré à partir des activités économiques illicites du point de vue de la Shari'ah plus les intérêts perçus pour les produits de placement.

¹⁴ Le ratio de purification est le 4^{ème} ratio utilisé dans notre étude au niveau de l'annexe 2

¹⁵ Les états financiers utilisés sont extraites des sites de l'autorité Marocaine du Marché des Capitaux (AMMC) [Consultable au niveau du site-web <http://www.ammc.ma>], et du site de la CDG Capital Bourse [Consultable au niveau du site-web <https://www.cdgcapitalbourse.ma/bourse/vuemarche>]

processus multicritère d'investissement selon les principes de la Shari'ah islamique. L'objectif de cette analyse est de décrire le comportement des sociétés cotées à la bourse de Casablanca dans le temps, afin d'avoir une idée sur leurs structures financières par rapport aux ratios de sélection, et de déclencher un processus d'analyse dans le temps pour les autres années à venir, afin d'aider les investisseurs marocain ou étrangers, qui sont intéressés par l'investissement licite en bourse.

Aussi les résultats de cette étude constituent un élément déclencheur pour constituer une cellule de veille, qui aura pour mission de préparer les données financières des sociétés cotées à la bourse de Casablanca pour constituer un indice financier participatif. Ainsi ces travaux vont poser les jalons d'un marché financier participatif au Maroc, qui permettra aux différents intervenants, spécialement les banques participatives et les fonds d'investissement participatifs d'investir leurs fonds dans des cibles d'investissement licites, et de diversifier leurs offres commerciales. Le tableau ci-dessous présente les sociétés qui ont été sélectionné suite à l'application du filtre qualitatif et quantitatif sur les années 2013, 2014 et 2015.

Année	Sociétés	Total
2013	COSUMAR, LESIEUR CRISTAL, CENTRALE DANONE, CEMENTS DU MAROC, SONASID, AFRIC INDUSTRIES SA, OULMES, AUTO HALL, ENNAKL, AUTO NEJMA, SOTHEMA, PROMOPHARM S.A., MANAGEM, SMI, REBAB COMPANY, AFRIQUIA GAZ, MAROC TELECOM	17 sociétés conformes
2014	COSUMAR, LESIEUR CRISTAL, CENTRALE DANONE, DARI COUSPATE, CEMENTS DU MAROC, SONASID, COLORADO, AFRIC INDUSTRIES SA, OULMES, AUTO HALL, ENNAKL, AUTO NEJMA, BALIMA, SOTHEMA, PROMOPHARM S.A., MANAGEM, SMI, REBAB COMPANY, AFRIQUIA GAZ, MAROC TELECOM	20 sociétés conformes
2015	COSUMAR, LESIEUR CRISTAL, UNIMER, CENTRALE DANONE, DARI COUSPATE, CEMENTS DU MAROC, SONASID, COLORADO, AFRIC INDUSTRIES SA, OULMES, AUTO HALL, ENNAKL, AUTO NEJMA, BALIMA, SOTHEMA, PROMOPHARM S.A., MINIERE TOUISSIT, MANAGEM, SMI, REBAB COMPANY, AFRIQUIA GAZ, MAROC, TELECOM	22 sociétés conformes

Tableau 4 : Sociétés conformes aux principes d'investissement de la Shari'ah islamique (Bourse de Casablanca)¹⁶

Conclusion :

La finance participative vise à apporter des innovations pertinentes pour éliminer l'embarras de la vie des musulmans spécialement, et proposer des solutions d'investissement innovantes pour les marchés financiers. Dans ce sens, le processus d'investissement multicritère pour les sociétés cotées en bourse vise à ouvrir les portes de l'investissement au niveau des places boursières. Cette étude a mis en place un cadre théorique et opérationnel pour aider les investisseurs à choisir leurs cibles d'investissement, au niveau de la bourse de Casablanca, tout en étant en conformité avec les principes d'investissement de la Shari'ah islamique. En plus, les résultats de cette étude sont destinés aux investisseurs africains d'une manière générale, afin de consolider le positionnement stratégique du Maroc pour devenir un leader sur le marché des financements participatifs, et proposer une offre diversifiée des produits des financements participatifs pour attirer les fonds des investisseurs du continent africain.

La suite de cette étude concernera l'élaboration d'un modèle de *Scoring* afin de classer les sociétés cotées à la bourse de Casablanca, et qui sont conformes aux principes d'investissement de la Shari'ah islamique, selon la structure de l'actif, la structure de l'endettement, le niveau de rentabilité financière, économique et commerciale. Ainsi la valeur ajoutée de ce classement consistera à orienter les investisseurs dans leurs décisions d'investissement afin de choisir des sociétés, qui à part leurs caractère d'éligibilité, sont performantes sur un plan financier. Ensuite, une autre étude comparative sera réalisée dans un délai de 6 mois, qui consistera à analyser le couple Rendement/Risque entre les actifs financiers issus du processus multicritère¹⁷ de sélection (filtre qualitatif et quantitatif) conformément aux principes d'investissement de la Shari'ah islamique, et leurs homologues conventionnels

¹⁶C.f. à l'annexe 2 de l'étude, les sociétés conformes sont celles avec le statut « OK »

¹⁷ (e.g. le modèle de FAMA & FRENCH, le modèle de CARHAT...)

Bibliographie :

Articles :

- Ashraf D.&Khawaja M. (2016). Does the Shariah screening process matter? Evidence from Shariah compliant portfolios. *Journal of Economic Behavior & Organization* 132, 77-92.
- Bin mahfooz S. & Habib A. (2014). Shari'ah investment Screening Criteria: A Critical Review. *JKAU:Islamic Econ Vol 27 N°1 pp3-39*, 2014
- Derigs Ulrich & Shehab Marzban (2008) Review and Analysis of Current Shari'ah-Compliant Equity Screening Practices.*International Journal of Islamic and Middle Eastern Finance and Management*, 1(4), 285-303
- Faye I., Triki T., Kangoye T. (2013). The Islamic finance promises: Evidence from Africa. *Review of Development Finance* 3 136-151
- Issa Faye, Thouraya Triki, Thierry Kangoye. (2013). The Islamic Finance promises – Evidences from Africa.*Review of Development Finance* 3, (2013), 136-151.
- Sarkar H.K., Sannajust A. & El khamlichi A. (2014). Islamic Equity Indices: Insight and comparison with conventional counterparts. *Bankers markets & investors*. N°130:
- Noor Latiffah A. & Nordin A.B Shari'ah Screening Process in Malaysia. 2014. *Procedia-Social and Behavioral Sciences* 121, 113-123.
- Osamah Al-Khazali, Hooi Hooi Lean, Anis Samet. (2013). Do Islamic stock indexes outperform conventional stock indexes? A stochastic dominance approach. *Pacific-Basin Finance Journal* 28, (2014), 29-46.
- Voorhes, Meg et Joshua Humphreys. 2011. Recent trends in sustainable and responsible investing in the United States. *The journal of investing*, vol 20, n°3 P90-94

Ouvrages

- Abderrahmane Lahlou. (2015). *Economie et Finance en Islam, une éthique pour stabiliser l'économie et recadrer la finance*. Société d'édition et de diffusion Al Madariss.
- Albert David. (1999). *Logique, épistémologie et méthodologie en sciences de gestion*, *Conférence de l'AIMS*.
- Alberto Tony & Combemale Pascal; (2010). *Comprendre l'entreprise : Théorie, gestion, relations sociales*. Armand Colin.
- Autorité des marchés financiers. *Rapport de l'AMF sur l'investissement socialement responsable (ISR) dans la gestion collective*. 2015
- Catherine Soke Fun Ho, Nurul Afiqah Abd Rahman, Noor Hafizha Muhamad Yusuf, Zaminor Zamzamin. (2013). Performance of global Islamic VS conventional share
- Collectif Eyrolles. (2013). *Grandeur et misère de la finance moderne : Regards croisés de 45 économistes*. Eyrolles.
- Coulon Yannick. (2015). *Guide pratique de la finance comportementale*. Gualino
- C.Zied & J.J.Pluchart. (2006). *La gouvernance de la banque islamique*. Communication
- Depelteau François. (2010). *La démarche d'une recherche en sciences humaines*.

- Dominique de Courcelles. (2010). La Finance Islamique : Ethique et intelligence de la globalité. *Vol4 No 1 Janvier 2010, Etudes en économie islamique*
- Donia,M. & Marzban,S. (2008). *Identifying Shariah Compliant Equities a Challenging Task*. Global Islamic Finance.
- Edwin T. Burton & Sumit N. Shah. (2013). *Behavioral Finance: Understanding the social, Cognitive, and Economics Debates*.
- Elisabeth Forget. (2009). Le Développement durable dans la finance éthique et la finance islamique. Actes du séminaire « Finance éthique et finance islamique » organisé par l'école de Management Strasbourg
- Global Sustainable Investment Alliance. 2016. *Rapport mondial « Global Sustainable Investment Review »*.
- Herbert Smith. 2009. *Guide de la finance islamique*.
- Herlin Philippe. (2010). *Finance : le nouveau paradigme*. Editions d'Organisation
- Kabbaj Thami. (2009). *Investir sans criser : Bourse, saisir les opportunités*. Editions d'organisation EYROLLES
- Lacroix André, Marchildon Allison. 2013. *Quelle éthique pour la finance ? Portrait et analyse de la finance socialement responsable*. Presses de l'université du Québec
- Landrieux-Kartochian, Sophie. (2013). *Théorie des organisations*. Gualino.
- Lévy, Aldo. (2012). *Finance islamique : Opérations financières autorisées et prohibées- Vers une finance humaniste*. Gualino.
- Michelle Bernard-Royer. 2009. *L'investissement socialement responsable : Vers une nouvelle éthique*. Arnaud Franel éditions
- Muhammad Baqir As-Sadr. (1982). *Iqtisaduna (Our Economics)*. Word Organization for Islamic Services (WOFIS).
- Muhammad Umer Chapra. (2005). *The Future of Economics: An Islamic Perspective*. The Islamic Foundation.
- Muhammad Akram Khan. (2013). *What Is Wrong With Islamic Economics?: Analyzing the Present State and Future Agenda*
- Novethicen partenariat avec le Forum pour l'investissement responsable. (2016). *Les chiffres de l'Investissement Responsable en France*.
- Obaidullah,M. (2005). *Islamic Financial Services*. Islamic Economics Research Centre, King Abdul Aziz University.
- Saidane, Dhafer. (2011). *La finance islamique à l'heure de la mondialisation*. RB édition.
- Savall Henri, Zardet Véronique, Bonnet Marc.2016. *Le capitalisme socialement responsable existe*. EMS Editions
- Stiglitz, Joseph (2010), *le triomphe de la cupidité*, Paris, les liens qui libèrent
- Zamir Iqbal & Abbas Mirakhor. (2011). *An introduction to Islamic Finance, Theory and Practice*. Wiley.