HAL
open science

Les indices boursiers islamiques sont-ils moins performants ou plus performants que les indices classiques ? Application aux indices de la famille Dow Jones

Abdelbari El Khamlichi

To cite this version:

Abdelbari El Khamlichi. Les indices boursiers islamiques sont-ils moins performants ou plus performants que les indices classiques ? Application aux indices de la famille Dow Jones. Économie appliquée : archives de l'Institut de science économique appliquée, 2013. hal-03431878

HAL Id: hal-03431878

https://hal.science/hal-03431878v1

Submitted on 16 Nov 2021

HAL is a multi-disciplinary open access archive for the deposit and dissemination of scientific research documents, whether they are published or not. The documents may come from teaching and research institutions in France or abroad, or from public or private research centers.

L'archive ouverte pluridisciplinaire **HAL**, est destinée au dépôt et à la diffusion de documents scientifiques de niveau recherche, publiés ou non, émanant des établissements d'enseignement et de recherche français ou étrangers, des laboratoires publics ou privés.

Les indices boursiers islamiques sont-ils moins performants ou plus performants que les indices classiques ? Application aux indices de la famille Dow Jones

Abdelbari EL KHAMLICHI
Clermont Université, Université d'Auvergne, CRCGM, EA 3849.
Bâtiment extension, 28 place Henri Dunant, 63000 Clermont-Ferrand.
abdelbari.el_khamlichi@udamail.fr
Tél. : 06 73 08 37 37

Notes et commentaires

Les indices boursiers islamiques sont-ils moins performants ou plus performants que les indices classiques ? Application aux indices de la famille Dow Jones

Introduction

Depuis le lancement des premiers indices boursiers islamiques à la fin des années 90, plusieurs places boursières se sont dotées de cette catégorie d'indices, afin de proposer aux investisseurs des opportunités d'investissement compatibles avec leurs orientations éthiques et morales. C'est ainsi que les indices islamiques ont été proposés par Dow Jones, par FTSE, par Standard and Poor's, par MSCI et par Stoxx. Ces fournisseurs d'indices se sont associés à des comités indépendants afin d'assurer la conformité des indices éthiques.

En matière de recherches académiques, plusieurs études ont abordé la question de la performance des indices boursiers islamiques par rapport aux indices classiques, mais la littérature n'est pas unanime quant à leur surperformance ou leur sous-performance par rapport à leurs homologues conventionnels.

Notre recherche contribue à la littérature académique à deux niveaux. Premièrement, nous donnons quelques éléments de réponse relatifs aux spécificités des indices boursiers islamiques par rapport aux indices boursiers classiques. Deuxièmement, nous évaluons la rentabilité et le risque des indices islamiques par rapport à leurs benchmarks respectifs. Cela

s'est fait à travers l'analyse d'un échantillon d'indices boursiers islamiques appartenant à la famille Dow Jones sur la période allant de juin 2002 à mars 2011.

Nos résultats montrent que les indices islamiques sont aussi rentables, mais globalement plus risqués, que leurs benchmarks. Néanmoins, l'analyse détaillée de ces résultats fait ressortir des disparités lorsqu'il s'agit d'indices régionaux ou sectoriels.

La suite de cette note est structurée comme suit : Dans la section suivante, nous présenterons succinctement les indices boursiers islamiques, puis nous nous intéressons à la revue de littérature académique à leur sujet. Ensuite, nous présenterons les données et la méthodologie utilisée avant de détailler les résultats obtenus.

1. Présentation des indices boursiers islamiques

Les indices boursiers islamiques sont comparables à leurs homologues socialement responsables (SR), à la seule différence du référent utilisé. Ainsi, les indices SR intègrent des sociétés conformes aux principes sociaux alors que les indices boursiers islamiques font un filtrage pour n'inclure que les sociétés compatibles avec les principes de base de la loi islamique *(charia).* Certains chercheurs classent les indices islamiques dans la catégorie des indices « moralement responsables » (Ghoul et Karam 2007) ou bien les qualifient d'indices qui s'approchent des règles de l'islam en matière financière (El-Gamal 2006).

Les fonctions attribuées aux comités *charia* consistent en la validation de la conformité des valeurs que contient l'indice boursier islamique. Pour qu'une valeur soit incluse dans cet indice, il faut qu'elle passe des filtres qualitatifs et quantitatifs.

- *Les filtres qualitatifs*

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 ». Ainsi, du point de

vue de la *charia,* il est interdit d'investir dans des secteurs tels que : l'armement, l'alcool, le tabac, la drogue, la viande porcine. Sont aussi interdits : la pornographie, l'industrie cinématographique suggérant la débauche ou la déchéance, les jeux de hasard, ainsi que l'investissement dans les institutions financières et d'assurance conventionnelles qui prêtent ou empruntent à intérêt.

- *Les filtres quatitatifs*

Les filtres quantitatifs concernent : le niveau des dettes, les créances et les liquidités génératrices d'intérêt. Pour le comité charia de Dow Jones, les éléments précédents doivent être inférieurs à de 33% de la capitalisation boursière moyenne durant les 24 derniers mois (Yaquby 2000). Force est de constater que les seuils autorisés ne font pas l'unanimité de tous comités charia (El Khamlichi 2012).

En matière d'échantillonnage, tous les indices boursiers islamiques sont calculés à partir d'un indice de référence (benchmark) auquel le comité applique les différents filtres précédemment mentionnés pour aboutir à un indice compatible avec les principes de la charia. C'est lors des révisions trimestrielles que le gestionnaire de l'indice, en accord avec le comité charia, publie la liste des inclusions et des exclusions.

2. Revue de littérature

Dès le lancement des premiers indices islamiques, des études qualitatives ont tenté de soulever les principaux défis qu'un marché financier islamique est censé relever et ses particularités de ce marché en termes de pratiques et de régulation **(**Naughton et Naughton 2000). La première étude quantitative de la performance de ces indices a été celle d'Atta (2000) qui a utilisé des données hebdomadaires de l'indice DJIMI depuis janvier 1996 et jusqu'à décembre 1999. L'étude a conclu que l'indice boursier islamique surperforme son homologue conventionnel et permet de générer un rendement supérieur à celui du taux sans risque.

Ahmad et Ibrahim (2002) ont étudié le marché de la Malaisie du mois d'avril 1999 à janvier 2002. A leur tour, ils ont comparé les rentabilités quotidiennes de l'indice islamique de la bourse malaisienne, avec son benchmark conventionnel et avec un taux sans risque. Les résultats ont montré que les indices islamiques n'arrivent pas à surperformer le marché ainsi que l'absence de différence significative de performance entre les indices boursiers islamiques et les benchmarks utilisés. Les auteurs avaient soulevé que la performance diffère selon les conditions de marché, ce qui les a amené à s'intéresser à la performance en période de hausse et de baisse du marché. L'indice islamique affiche moins de performance en période de baisse alors qu'il surperforme ses benchmarks conventionnels en période de hausse.

L'idée d'étudier la performance des indices islamiques en deux sous-périodes a été reprise par d'autres chercheurs, notamment par Hussein (2004) qui s'est intéressé à la bourse anglaise. Il a analysé les valeurs mensuelles de l'indice charia de la famille FTSE de juillet 1996 à mars 2000 (période haussière), puis du mois d'avril 2000 à août 2003 (période de baisse). Les résultats de ses recherches corroborent ceux d'Ahmad et Ibrahim (2002). Dans deux études ultérieures, Hussein et Omran (2005) ainsi que Girard et Hassan (2005) ont trouvé des résultats similaires dans leur étude sur l'indice islamique de Dow Jones.

Hussein (2005) a trouvé des résultats plus nuancés que les précédents. L'auteur a étudié conjointement les deux indices (appartenant à la famille Dow Jones et FTSE) et a réparti son échantillon en deux périodes de hausse (de janvier 1996 à janvier 2000 et de janvier 2000 à septembre 2002) et une période de baisse (de janvier 2000 à septembre 2002). En effet, des indices boursiers islamiques surperforment dans la première période haussière alors qu'ils sont moins performants au cours de la deuxième période haussière ainsi que durant la période de baisse des marchés.

Cependant, plusieurs chercheurs n'ont pas trouvé de différence significative de performance entre les indices boursiers conventionnels et islamiques. Commençant par les

travaux de Tilva et Tuli (2002) qui ont étudié le Dow Jones Islamic Market US index, de mai 1999 à octobre 2002. Ces chercheurs ont trouvé une forte corrélation mais une performance similaire en comparant l'indice islamique et conventionnel. Cette dernière conclusion est partagée par Hakim et Rashidian (2002), Abul-hassan et al. (2005), et par Guyot (2008) pour les indices islamiques de Dow Jones. D'autres études (Girard et Hassan 2008; Binmahfouz et Hassan 2012) trouvent une absence de différence de performance entre les indices islamiques de la famille FTSE et les homologues conventionnels. Albaity et Ahmad (2008) trouvent que les indices islamiques malaisiens sont plus rentables et plus risqués que les indices classiques.

Nous remarquons que la performance des indices islamiques a été analysée dans plusieurs études empiriques. Cependant, la question de leur surperformance ou leur sous performance ne fait pas l'unanimité des chercheurs.

3. Données et méthodologie

Nous avons procédé à la collecte des prix de clôture, en fréquence quotidienne, pour 38 indices boursiers (19 conventionnels et 19 islamiques) constituant notre échantillon. Tous les historiques de données vont du 19/06/2002 au 09/03/2011. Trois bases de données ont été utilisées, à savoir : Reuters, Datastream et Factset.

Pour analyser en détail les indices boursiers islamiques de chaque famille avec leurs benchmarks respectifs, nous avons calculé, dans un premier temps, la rentabilité et la volatilité année par année pour tous les indices, les rentabilités et les volatilités obtenues ont été annualisées pour faciliter leur comparaison. Dans un deuxième temps, nous avons calculé l'écart de rentabilité et de risque qui en résulte pour chaque indice. Afin de voir si les différences calculées entre l'indice et son benchmark sont statistiquement significatives, nous avons procédé en troisième lieu à des tests de différence de moyenne et de variance.

4. Résultats

Nous avons fait une comparaison année par année des indices boursiers islamiques et de leurs homologues conventionnels. Notre analyse a porté sur des paires d'indices pour comparer des indices appartenant au même univers d'investissement.

Nous avons d'abord analysé tous les indices boursiers islamiques et conventionnels par famille puis nous avons comparé leur rentabilité et leur risque respectifs. L'analyse des statistiques descriptives montre la présence d'une asymétrie de distribution et d'une leptokurticité au niveau des séries de prix qui ne suivent pas une loi normale.

- *Classification par taille*

En effectuant une analyse des indices classés par taille (en fonction de la capitalisation boursière des titres les composant), nous trouvons que les différences de rentabilité des indices islamiques ne sont pas significativement différentes de leurs homologues conventionnels. Cependant, les écarts de volatilité sont significativement supérieurs, c'est-à-dire que les indices boursiers islamiques sont plus risqués que leurs benchmarks respectifs. La différence est uniquement significative pour les indices de petites et moyennes capitalisations.

- *Classification par zone géographique*

Quand l'analyse a été faite par zone géographique, les indices boursiers islamiques ont une rentabilité supérieure à leurs benchmarks, sans que cette différence soit significative. Quant au risque, les différences de volatilité sont significativement supérieures pour les indices représentant les entreprises des pays nordiques et de l'Australie.

- *Classification par secteur d'activité*

En se basant sur la nomenclature ICB, la famille de Dow Jones englobe 10 indices boursiers islamiques sectoriels et leurs benchmarks conventionnels. En termes de rentabilité, les indices boursiers sectoriels islamiques offrent des taux de rentabilités supérieurs à ceux de leurs homologues. Pour le niveau du risque encouru, la volatilité des indices boursiers islamique est supérieure à celle des indices conventionnels. Sur toute la période, les indices

qui suivent respectivement l'évolution des sociétés des services aux consommateurs, des matériaux de base, des télécommunications et des sociétés financières, sont caractérisés par un niveau de risque significativement supérieur à celui de leurs benchmarks.

Conclusion

Quinze ans après le lancement des premiers indices boursiers islamiques, le débat autour de la question de leur surperformance ou sous performance n'a pas trouvé de réponse définitive à ce jour. Dans le cadre de notre recherche, nous avons essayé d'apporter des éléments de réponse afin de mieux comprendre cette catégorie d'indices et d'étudier sa performance comparée à celle des indices boursiers classiques.

L'analyse a porté sur la rentabilité et la volatilité comme étant les deux volets de la performance et deux notions intimement liées en finance. Ainsi, notre démarche comparative a consisté à analyser 38 indices islamiques et conventionnels (19 paires d'indices). Notre étude est la première à s'intéresser à un échantillon aussi large d'indices islamiques.

D'une manière générale, nous trouvons que les indices islamiques ont le même niveau de rentabilité que leurs homologues classiques. Cependant, les indices islamiques sont plus risqués que les indices conventionnels. Ces indices islamiques sont des sous-indices issus d'indices classiques, d'où leur niveau de volatilité élevé à cause de leur manque de diversification conformément à la théorie financière. L'absence de différence de performance est plus marquée pour les indices qui suivent les sociétés de grandes capitalisations, de l'Europe de l'Ouest, de l'Asie Pacifique et de l'Amérique.

L'étude des indices sectoriels de la famille dow Jones montre que les indices islamiques ne sont pas plus rentables que leurs homologues conventionnels. Quant à leur volatilité, nous notons que les indices islamiques couvrant les secteurs des services et des télécommunications sont les plus risqués.

Notre article contribue à mieux comprendre les spécificités des indices boursiers islamiques ainsi que leur rentabilité et risque comparativement à leurs homologues conventionnels. Cette contribution est certes partielle mais ouvre la voie à de futures recherches. En effet, d'autres chercheurs peuvent par exemple élargir le champ de leurs études aux autres familles d'indices islamiques et à l'évolution des titres les composant.

Références

Abul Hassan, A. Antonios, et P. D Krishna. 2005. « Impact of Ethical screening on Investment Performance: The Case of Dow Jones Islamic Index ». *Islamic Economic Studies* 12-13 (1-2): 69-97.

Ahmad, Z., et H. Ibrahim. 2002. « A Study of Performance of the KLSE Syariah Index ». *Malaysian Management Journal* 6 (1 & 2): 25-34.

Albaity, M., et R. Ahmad. 2008. « Performance of Syariah and Composite Indices: Evidence from Bursa Malaysia ». *Asian Academy of Management Journal of Accounting and Finance (AAMJAF)* 4 (1): 23-43.

Atta, H. 2000. « Ethical rewards ». University of Durham. http://www.djindexes.com/mdsidx/downloads/thesis.pdf.

Binmahfouz, S., et K. Hassan. 2012. « A comparative study between the investment characteristics of Islamic and socially responsible investment portfolios: Evidence from FTSE indices family», *International Conference on Islamic Capital Markets*, 19-20 June, Jakarta, Indonesia.

El-Gamal, M. 2006. *Islamic Finance: Law, Economics and Practice*, Cambridge University Press, USA

El Khamlichi, A. 2012. « Les indices boursiers en finance islamique », in: *Lamy droit du financement*, Wolters Kluwers France editions, pp. 2360-2365

Ghoul, W., et P. Karam. 2007. « MRI and SRI Mutual Funds: A Comparison of Christian, Islamic (Morally Responsible Investing), and Socially Responsible Investing (SRI) Mutual Funds ». *Journal of Investing* 16 (2): 96-102.

Girard, E., et M. K. Hassan. 2005. « Faith-Based Ethical Investing: The Case of Dow Jones Islamic Indexes ». *FMA Annual Meeting, Chicago*.

———. 2008. « Is There a Cost to Faith-Based Investing: Evidence from FTSE Islamic Indices ». *The Journal Of Investing* 17 (4): 112-121.

Guyot, A. 2008. « Les préceptes de la Shari'ah contribuent-ils à l'efficience et à la performance des marchés d'actions? Une étude comparative des indices Dow Jones Islamic. », Colloque international: Ouverture et émergence en Méditerranée, 17-18 octobre, Rabat Maroc.

Hakim, S., et M. Rashidian. 2002. « Risk & return of Islamic stock market indexes ». *Economic Research Forum, Annual Meeting Sharjah, UAE*

Hussein, K. 2004. « Ethical Investment: Empirical Evidence from FTSE Islamic Index ». *Islamic Economic Studies* 12 (1): 21-40.

———. 2005. « Islamic Investment: Evidence From Dow Jones and FTSE Indices ». *6th International Conference on Islamic Banking and Finance,* Jakarta, Indonesia.

Hussein, K., et M. Omran. 2005. « Ethical Investment Revisited: Evidence from Dow Jones Islamic Indexes ». *The Journal of Investing* 14 (3): 105-124.

Naughton, S., et T. Naughton. 2000. « Religion, ethics and stock trading: the case of an Islamic equities market ». *Journal of Business Ethics* 23 (2): 145-159.

Tilva, R., et J. Tuli. 2002. « Islamic Banking: A new era of financing ». http://www.globalwebpost.com/farooqm/study_res/i_econ_fin/tilva_tuli_ibanking.pdf.

Yaquby, N. 2000. « Participation and Trading in Equities of Companies whose Main Business is Primarily Lawful but Fraught with some Prohibited Transactions», Fourth Harvard Islamic Finance Forum, September 30- October 1st.