

Chapitre 2.

L'efficacité informationnelle des marchés financiers et modèles d'évaluations des actifs

Introduction

La théorie financière a connu au cours du siècle dernier des changements considérables dans la manière d'appréhender le fonctionnement des marchés financiers. Une avalanche de recherches théoriques et d'investigations empiriques a jeté les fondements d'un consensus qui a révolutionné le monde de la finance. Ce paradigme de recherche est appelé l'efficacité des marchés financiers (*Efficient Market Hypothesis : EMH*).

La théorie de l'efficacité dont les origines remontent aux travaux de Bachelier (1900), a connu une expansion fulgurante à partir des années 60 avec les travaux pionniers en finance moderne d'un certain nombre de chercheurs. C'est, cependant, à Eugène Fama que sont attribuées les bases de l'EMH. Le succès de cette dernière réside dans la définition des principes élémentaires du fonctionnement des marchés et du comportement des investisseurs.

Pris au sens général, un marché est efficace si l'ensemble des informations concernant chaque actif coté dans ce marché est immédiatement intégré dans le prix de cet actif. Sous cet angle, le prix observé doit être au même niveau que sa valeur fondamentale (Kulish, 2008). L'EMH suppose, pour se faire, que les investisseurs opérant sur les marchés financiers sont rationnels et se comportent de manière normative. Leurs choix et leurs décisions n'ont pour objectif, que la maximisation de leur richesse, représentée par leur fonction d'utilité.

I. La Théorie de l'Efficacité des Marchés Financiers

1. Définition

La notion de l'efficacité des marchés financiers a été pour la première fois introduite par le mathématicien français Louis Bachelier en 1900. Aujourd'hui, elle constitue la base de l'ensemble de la théorie

financière. Les travaux concernant le CAPM (*Capital Asset Pricing Model*), l'APT (*Arbitrage Pricing theory*), l'évaluation des options, les bases de la finance organisationnelle, sont fondés explicitement ou implicitement sur l'hypothèse de l'efficacité des marchés (*Efficient Market Hypothesis, EMH*). On distingue dans la littérature financière trois catégories d'efficacité : allocationnelle, fonctionnelle et informationnelle. Toutefois, cette dernière représente la dimension la plus importante de l'efficacité et le pilier essentiel de la finance moderne, dont nous consacrerons le reste de cette partie. Avec la rationalité des investisseurs, ces trois types d'efficacité constituent les principales dimensions de la théorie de l'efficacité (Aktas, 2004).

Depuis la parution de ses articles fondateurs en 1965, Eugène Fama s'est vu attribué par la scène académique en finance, la paternité de la théorie des marchés efficients. Selon l'auteur : « *un marché est dit efficient si et seulement si l'ensemble des informations disponibles concernant chaque actif coté sur ce marché est immédiatement intégré dans le prix de cet actif* » (Fama, 1965). Autrement dit, sur un marché efficient dès qu'une information concernant un actif coté existe, le prix de ce dernier est instantanément modifié en incorporant cette nouvelle information (Kulish, 2008). Le prix observé sur le marché englobe, ainsi, instantanément les conséquences des événements passés et reflète les anticipations concernant les événements futurs : « *Sur un marché efficient, la concurrence que se livre un grand nombre d'opérateurs intelligents crée une situation dans laquelle, à chaque moment, les prix des différentes valeurs reflètent les effets de l'information basée, d'une part, sur des événements qui se sont déjà produits et, d'autre part sur des événements que le marché s'attend à voir se produire dans le futur. En d'autres termes, le prix pratiqué sur un marché efficient est, à tout moment, une bonne estimation de sa valeur intrinsèque.* », Poursuit Fama (1965).

Toutefois, ces définitions sont de plus en plus contestées dans la littérature financière, car elles sont fondées sur des hypothèses difficilement vérifiables et jugées en contradiction avec le comportement réel des marchés financiers. Ces conditions ou hypothèses n'étant pas parfaitement vérifiées, Jensen (1978) propose une autre définition plus plausible aux yeux des critiques : « *Un marché est efficient si les prix des actifs cotés intègrent les informations les concernant de telle manière qu'un investisseur ne peut en achetant ou en vendant cet actif, en tirer un profit supérieur aux coûts de transaction engendrés par cette action* » (Kulish, 2008).

En dépit de la rigidité de la définition apportée par Fama, c'est pourtant celle-ci qui est la plus souvent relatée dans les travaux de recherche et la plus représentative du concept d'efficience ayant les modélisations empiriques les plus significatives. Nous présenterons dans ce qui suit les hypothèses retenues par Fama et sur la base desquelles un marché est considéré comme efficient au sens informationnel.

2. Les fondements de la Théorie de l'Efficiencia

2.1. Les Hypothèses de l'EMH

L'efficiencia des marchés financiers découle de la notion de marchés purs et parfaits conçus au XIX^e siècle et dont la définition est évolutive. Elle est fondée sur un certain nombre d'hypothèses qui doivent se réaliser pour qu'un marché soit caractérisé d'efficent (Aktas, 2004). Celles-ci se résumant comme suit :

a. La rationalité des investisseurs

Les marchés financiers ne peuvent être efficients que si les agents économiques agissant sur ces marchés sont rationnels, c'est-à-dire qu'ils doivent agir de manière cohérente par rapport aux informations qu'ils reçoivent, devant se traduire par une stabilité des cours reflétant leur valeur fondamentale. Sur le plan pratique, cela se traduit par une réaction rationnelle à toutes informations nouvellement reçues. Autrement dit, si ces agents anticipent un évènement susceptible de faire baisser le cours d'un titre, ils doivent impérativement le vendre et en aucun cas l'acheter ou le conserver.

En effet, les investisseurs rationnels, conformément à la théorie économique, devraient par leurs actes d'achat et de vente, ne chercher qu'à maximiser leur espérance d'utilité. Cette hypothèse est vérifiée lorsque ces agents réagissent sur le marché en minimisant les risques pour un niveau de rendement donné, et vice-versa.

b. La libre circulation de l'information et la réaction instantanée des investisseurs

Sur un marché efficiencia les prix intègrent instantanément l'ensemble des informations disponibles, traduisant l'incapacité des agents à prévoir les prix futurs. Pour se faire, certaines conditions doivent être respectées :

- L'information soit diffusée simultanément auprès de tous les agents économiques, il ne doit y avoir de décalage temporel entre le moment où un agent économique reçoit une information et le moment où un autre agent économique reçoit la même information ;
- Les agents économiques puissent traiter l'information en temps réel et agir immédiatement sur le marché en fonction de cette information.

c. La gratuité de l'information

Tous les agents économiques doivent pouvoir obtenir une information sans que cela engendre pour eux des coûts supplémentaires de gestion. Une information gratuite offre à tous les intervenants les mêmes paramètres et conditions d'analyse et de prise de décision, à l'effet de ne procurer aucun avantage informationnel d'une catégorie d'investisseur par rapport à l'autre.

d. L'absence des coûts de transaction et d'impôt de bourse

Dans la mesure où les agents économiques agissant sur les marchés financiers peuvent hésiter à investir ou à désinvestir si des coûts de transactions ou des taxes boursières diminuent ou annulent le gain potentiel réalisable. Cette conséquence, qui découle directement de la définition de Fama (1965), forge les principes d'un marché parfait où l'allocation des ressources se fait à un coût nul assurant une rémunération équitable des intermédiaires.

Cependant, les observateurs sur les marchés financiers s'accordent à dire que les hypothèses d'efficience des marchés sont difficilement conciliables aux réalités de leur fonctionnement. En effet, l'existence des coûts de transaction est une évidence, ne serait-ce que par la prise en considération des coûts relatifs à la rémunération des intermédiaires en bourse. D'une manière générale, les coûts de transaction sont regroupés en coûts explicites et implicites liés au *bid-ask spread* ou la fourchette des prix.

e. Atomicité des investisseurs et la liquidité

Les agents économiques ne vont pas réaliser des transactions de titre si pour des raisons de liquidité, ces transactions peuvent faire varier leur cours. Le marché est parfaitement liquide et il n'existe aucune opportunité d'arbitrage.

En somme, il apparaît évident que les conditions nécessaires à une totale efficience des marchés financiers sont difficilement réalisables, eu égard au fonctionnement réel des marchés. Ceux-ci ne peuvent pas être considérés comme efficaces compte tenu d'hypothèses aussi restrictives. Afin de remédier à cette rigidité, Fama (1970) décide d'échelonner la définition de l'efficience informationnelle en trois formes, de la plus

simple à vérifier empiriquement à la plus complexe, il s'agit de la forme faible, la forme semi-forte et la forme forte de l'efficience.

3. Les formes de l'efficience :

Dans son article fondamental « *Efficient capital markets : A review of theory and empirical work* », Fama (1970) propose trois formes d'efficience, faible, semi-forte et forte (DePenya et al, 2007 ; Kulish, 2008). Celles-ci se distinguent par la nature de l'information disponible : présente, publique ou privilégiée.

La forme faible (weak form) :

Un marché est efficient au sens faible, si le prix d'un actif reflète non seulement les informations présentes mais aussi toutes les informations passées, c'est-à-dire que le prix d'un actif prend en compte toutes les informations contenues dans les prix passés. Il est donc impossible à l'aide de ces dernières de pouvoir prévoir l'évolution du prix de cet actif.

Pour tester la forme faible de l'efficience des marchés financiers, il suffit de démontrer qu'un investisseur ne peut anticiper avec profits les cours boursiers futurs en utilisant la séquence des prix passés. Cette situation existe si le niveau d'autocorrélation dans ladite séquence est négligeable.

Plusieurs modélisations et techniques ont été adoptées pour évaluer cette forme d'efficience, dont les plus compatibles sont le modèle de marche aléatoire, les tests d'autocorrélation, les tests de runs et les tests de rapport de variance (Sangare, 2006). Ce dernier sera utilisé pour tester l'efficience au sens faible du marché algérien.

La forme semi-forte (semi-strong form) :

Un marché est dit efficient au sens semi fort si le prix d'un actif intègre toute l'information publique : Les analyses publiées dans les journaux, la communication financière des entreprises, les données macroéconomiques, etc. Les informations relatives aux cours passés font bien entendu, partie des informations publiques.

Pour évaluer cette forme d'efficience, un travail pionnier et classique utilisant les études événementielles fut proposé par Fama, Fisher, Jensen et Roll (1969) qui a porté sur 940 distributions d'actions

gratuites relatifs à 622 actions cotées au NYSE (*New York Stock Exchange*) entre 1927 et 1959, et dont l'objectif a été d'analyser la façon dont réagissait le cours d'une action à la suite d'une annonce de distribution d'actions gratuites.

La forme forte (strong form) :

Il est dit efficient au sens fort, un marché qui incorpore dans les prix d'actifs cotés non seulement les informations publiques mais aussi toutes informations privées. Il est donc impossible grâce à cette dernière de pouvoir prédire l'évolution future des prix de ces actifs.

Cette dernière forme d'efficience est réputée par sa difficulté à être évaluée et prouvée statistiquement et ce, à cause du problème de l'information privée et de la possibilité de réaliser des profits anormaux grâce à elle. Plusieurs chercheurs ont essayé d'analyser l'effet de la détention d'informations privées sur la réalisation de profits anormaux, (Neiderhoffer et Osborne, 1966 ; Scholes, 1972), mais l'étude majeure dans ce domaine est celle de Jensen (1968, 1969). Celle-ci porte sur les investisseurs institutionnels et sur les gestionnaires de fonds communs qui ont accès à une information spécifique qui leur permet de réaliser des excès de rentabilité (Mignon, 1998).

4 .Rationalité et anticipations rationnelles des investisseurs :

Selon la théorie de l'efficience, les agents doivent adopter des comportements et des anticipations rationnelles. Ses tenants définissent la rationalité comme le fait de poursuivre des fins cohérentes entre elles et d'employer tous les moyens appropriés aux fins poursuivies (M.Allais, 1953 ; Tomer, 2008). De tels agents, aussi appelés *Homo-oeconomicus*, sont supposés avoir des anticipations rationnelles. Muth (1961) définit celles-ci de la sorte : « *Les anticipations, puisqu'elles sont des prévisions bien informées des événements futurs, sont essentiellement les mêmes que les prévisions de la théorie économique pertinente (...)* De telles anticipations sont appelées *anticipations rationnelles* », Muth (1961, p.316).

Ces deux définitions conjuguées forment une condition nécessaire mais insuffisante de l'efficience des marchés. Son degré d'importance peut être appréhendé de deux manières :

- D'une part, la rationalité se traduit par la capacité des opérateurs à déduire toutes les informations nécessaires à partir de la seule observation des cours.
- D'autre part, la détermination de la valeur fondamentale de l'actif suppose au préalable que les agents font des anticipations rationnelles des flux de revenus futurs générés par cet actif.