

Chapitre 2 : Efficience des marchés financiers

Section 1 : Théorie de l'efficience des marchés financiers

1.1 Définition de l'efficience des marchés financiers

Selon FAMA 1965, pionnier du concept de l'efficience des marchés, un marché est dit efficient si et seulement si toutes les informations disponibles concernant chaque actif sont instantanément intégrées dans le cours de cet actif. En d'autres termes, à l'équilibre, les cours reflètent d'une manière fidèle toute l'information disponible.

Cette définition de l'efficience des marchés implique que :

- Dans un tel marché, les cours incluent instantanément les conséquences des événements passés et reflètent précisément les anticipations exprimées sur les événements futurs.
- Ainsi, le prix d'un actif financier représente, à tout instant, une estimation non biaisée de sa valeur fondamentale (sa vraie valeur). Il est donc totalement impossible de prévoir ses variations futures puisque tous les événements connus sont intégrés dans le prix, seuls les événements imprévisibles pourront le modifier et ce, instantanément.
- La concurrence rude entre les nombreux investisseurs rationnels et bien informés, qui cherchent constamment à profiter de l'écart entre la valeur intrinsèque et la valeur marchande, fera que le prix reviendra rapidement à son équilibre.
- Tout actif financier est coté à sa juste valeur compte tenu de ses caractéristiques et son risque, dès lors tous les investisseurs peuvent faire confiance au marché et choisir tout simplement le risque et les caractéristiques désirés.
- Dans ces conditions, aucun investisseur ne peut réaliser des rendements anormaux en basant sa stratégie sur l'information disponible puisque celle-ci est à tout moment reflétée dans les cours boursiers.

L'efficience des marchés financiers implique la vérification de certaines hypothèses :

- L'hypothèse de la rationalité des investisseurs : cette hypothèse suppose que tous les investisseurs agissent d'une manière rationnelle face à l'information qu'ils reçoivent et dans le seul but de maximiser leurs utilités espérées. En d'autres termes, si les investisseurs anticipent des événements susceptibles de faire augmenter le cours d'un titre, ils doivent l'acheter et le conserver. Dans le cas contraire, ils le vendent.
- L'hypothèse de la libre circulation de l'information : cette hypothèse implique que l'information doit être diffusée simultanément auprès de tous les agents économiques. Ainsi, les investisseurs pourront traiter les informations divulguées en temps réel sans qu'il y ait des décalages qui peuvent permettre à un investisseur d'utiliser une information au détriment des autres.

- La gratuité de l'information : tous les investisseurs doivent pouvoir se procurer l'information sans que cela engendre des coûts supplémentaires.
- L'absence des coûts de transaction et d'impôt : la présence de coûts de transaction implique que l'investisseur ne retiendra que les informations susceptibles d'engendrer des transactions dont les gains sont supérieurs aux coûts. JENSEN (1978) stipule que dans un marché efficient il est impossible de réaliser un rendement positif. En effet, Jensen remet en cause l'hypothèse d'absence des coûts de transaction et montre que dans un marché efficient, le prix reflète l'information de telle sorte qu'aucun investisseur ne peut réaliser un profit supérieur aux coûts engendrés par une transaction de vente ou d'achat sur ce titre.

1.2 Les différentes formes d'efficience des marchés financiers

Fama (1970) propose trois versions de l'hypothèse de l'efficience des marchés financiers. En effet, en fonction du type d'information que le prix d'un titre donnée doit incorporer, on distingue les trois formes d'efficience suivantes :

- La forme faible de l'efficience implique que le prix d'une action reflète toute l'information contenue dans l'histoire passée du prix de ce titre (les paiements de dividendes ou d'intérêt...). Conséquence directe est que sur un marché faiblement efficient, il n'est pas possible de prévoir l'évolution future des cours à partir des informations passées. En d'autres termes, l'analyse technique (qui consiste essentiellement à regarder les prix passés ou des fonctions de ces prix passés) est inutile et aucun investisseur en conséquence, ne pourra pas réaliser un rendement anormal sur ce marché.
- La forme semi faible de l'efficience implique Le prix d'une action reflète toute l'information publiquement disponible (les rapports annuels, les informations macroéconomiques ou sectorielles...). Conséquence directe est que toute analyse basée sur l'information publique (analyse fondamentale) est inutile à l'investisseur désirant profiter de l'écart entre la valeur marchande et la valeur intrinsèque d'un titre. En effet, l'efficience semi-forte stipule que le titre intègre toutes les informations passées et présentes disponibles à son sujet du moment où celles-ci sont rendues publiques.
- La forme forte de l'efficience implique que toutes les informations, y compris l'information privée, privilégiée ou celle provenant d'initiés de la compagnie qui a émis le titre, sont intégrées dans les cours. Ceci implique qu'aucun investisseur ne peut réaliser un rendement anormal sur ce type de marché.

Section 2 : La validation empirique de l'efficience informationnelle

2.1 Tests de la forme faible de l'efficience

Dans un marché efficient de forme faible, les cours des titres reflètent tout ce qu'on pourrait déduire de leur historique. Afin de tester cette hypothèse, il suffit de montrer qu'un investisseur ne peut anticiper avec profit les prix boursiers futurs en utilisant la séquence des prix passés. Dans un tel marché, les variations successives des cours sont purement aléatoires.

Deux types de tests ont été effectués. Les premiers testent directement l'indépendance des variations successives des cours boursiers, ce sont les tests d'autocorrélation. Les seconds vérifient dans quelle mesure les méthodes d'analyse technique permettent aux investisseurs d'obtenir des résultats de gestion supérieurs à ceux qui résulteraient d'une stratégie passive.

2.2 Tests de la forme semi-forte de l'efficience

Un marché est dit efficient au sens semi-fort si les cours reflètent immédiatement toute l'information à caractère publique. L'offre et la demande pour ce titre seront, alors, modifiées et le cours s'ajustera en conséquence. Le marché est d'autant plus efficient que l'ajustement des cours est rapide. Dans la réalité, l'ajustement des cours suite à l'annonce d'une nouvelle information est rarement immédiat et peut prendre un certain temps. Or l'efficience semi forte exige que la réaction du marché soit très rapide et en moyenne correcte donc sans biais. Afin de tester cette forme d'efficience, il faut étudier l'effet de l'annonce d'une information (par exemple l'annonce d'une hausse des bénéfices, d'une distribution de dividende, augmentation de capital, introduction en bourse...) sur le comportement du titre. La méthode adoptée est dite des « résidus ». Cette méthode consiste à mesurer la rentabilité boursière anormale ou résidus moyens autour de la période d'information (avant et après l'annonce). En d'autres termes, il suffit de calculer l'écart moyen entre la rentabilité observée (R_{it}) et la rentabilité prévue (R_{it}^p). Ce test implique, donc, l'utilisation d'un modèle d'évaluation afin de déterminer la rentabilité observée (le MEDAF ou le modèle de marché). Ces tests permettent de dire que le comportement du titre est influencé par l'événement si ses rendements s'écartent des rendements attendus en l'absence de cet événement. En effet, en calculant les rendements anormaux autour du moment de l'annonce de l'information, on peut se rendre compte si la rentabilité anormale persiste ou non au-delà de ce moment. Cette moyenne ne devrait pas différer de zéro une fois l'événement est passé, si le marché est efficient au sens semi fort.

L'hypothèse d'efficience semi forte est largement acceptée par les tests, les prix s'ajustent dans la journée ou l'information est annoncée.

2.3 Tests de la forme forte de l'efficience

Trop peu de tests ont été réalisés sur la forme forte de l'efficience. Ces tests consistent à comparer la performance réalisée par un agent mieux informé avec celle d'un investisseur moyen. La surperformance dans ces conditions peut être expliquée soit par une meilleure interprétation de l'information soit par la détention d'une information privilégiée. Or, il n'est pas possible de repérer les détenteurs d'informations privilégiée ni de montrer que cette

information à été l'origine de ces rendements anormaux. Toutefois, l'utilisation d'une information privilégiée par un investisseur ayant par exemple un lien de parenté avec un proche de l'entreprise représente un délit d'initié. Ce dernier est interdit sur tous les marchés financiers dans la mesure où il permet au détenteur de ce type d'information de réaliser un gain sans prendre le moindre risque. Ce type de comportement constitue un moyen de remise en cause de l'efficace forte d'un marché financier.

2.4 L'efficace informationnelle des marchés : Quelques anomalies

La théorie des marchés efficients montre que les investisseurs anticipent d'une manière rationnelle les événements susceptibles d'affecter les cours boursiers. Cependant, quelques événements qualifiés par des anomalies boursières restent inexplicables. Parmi ces anomalies, nous pouvons citer :

- L'effet taille : Plusieurs études indiquent que les actions des entreprises de petite taille (mesurée par la capitalisation boursière) rapporteraient anormalement plus que celles des entreprises de grande taille.
- l'effet PER : selon cet effet, les titres ayant des PER élevés ont des performances nettement inférieures à celles des titres aux PER faibles.
- l'effet fin d'année ou l'effet janvier : cet effet montre que les rendements boursiers sont en moyenne plus élevés en janvier (entre le dernier jour de décembre et les quatre premiers jours de janvier). Il a été, également, démontré que l'effet taille se concentre en janvier. En effet, la rentabilité excédentaire annualisée des petites entreprises serait plus importante en janvier que pour l'ensemble de l'année.
- L'effet weekend : le taux de rentabilité d'un jour particulier est mesuré entre le cours de clôture de ce jour et le cours de clôture du jour précédent, plus le montant du dividende détaché s'il y a lieu. Les études mettent en évidence un rendement du lundi significativement plus faible que lors des autres jours. Cette rentabilité négative vient de l'écart entre le cours de clôture de vendredi et le cours d'ouverture de lundi.