

La controverse sur l'efficacité des marchés financiers et l'émergence du paradigme comportemental

Said AIT DANI¹, Bouchra RADI²

¹ LAREFA, Doctorant, ENCG d'Agadir
saidaitdani@gmail.com

² LAREFA, Professeur Chercheur, ENCG d'Agadir
radi.bouchra@gmail.com

Résumé :

L'efficacité des marchés financiers est la théorie dominante de la finance classique. Cette théorie reflète le degré de transparence au niveau des marchés. De ce fait, l'efficacité est aujourd'hui la préoccupation des autorités de contrôle au niveau de l'ensemble des marchés financiers à travers le monde puisqu'elle conditionne l'attractivité de ces marchés et leur épanouissement. Dans cet article, nous allons exposer les fondements de la théorie d'efficacité des marchés et ces différentes acceptions, puis nous présenterons des études empiriques qui ont testé l'hypothèse de l'efficacité dans le marché financier marocain. Par la suite, nous allons présenter les différentes critiques adressées à cette théorie d'efficacité des marchés notamment : l'effet petite firme et les effets saisonniers, l'impact de l'incorporation d'un titre dans les indices...etc., et l'avènement du nouveau courant de la finance comportementale. Et enfin, nous présenterons quelques limites de la remise en cause de la théorie d'efficacité des marchés.

Mot clés

Efficacité du marché, finance comportementale, rationalité des investisseurs, phénomène de sur-réaction, phénomène de sous-réaction.

Abstract:

The efficiency of financial markets is the dominant theory of classical finance. This theory reflects the degree of transparency in the markets. Thus, efficiency is today the concern of the supervisory authorities at the level of all the financial markets throughout the world, since it determines the attractiveness of these markets and their development. In this article, we will present the foundations of market efficiency theory and its different meanings, and then present empirical studies that have tested the hypothesis of efficiency in the Moroccan financial market. We will then present the various criticisms addressed to this theory of market efficiency, in particular: the small firm effect and the seasonal effects, the impact of incorporating a security in the indexes ... etc. ; and the advent of the behavioral finance. And finally, we will present some limits of the questioning of the theory of efficiency of the markets.

Key words

Market efficiency, behavioral finance, investor rationality, over-reaction, under-reaction.

INTRODUCTION

La recherche en finance s'est fixée pour objectif de concevoir un cadre théorique permettant de rendre intelligible le hasard boursier. À partir d'un nombre réduit d'hypothèses, la finance classique a réussi à unifier un ensemble de résultats (formule du CAPM, formule Black-Scholes, efficacité informationnelle ou théorème Modigliani-Miller). Cette réussite incontestable a pu faire dire à certains que la finance est « la plus scientifique de toutes les sciences sociales » (Ross, 2004).

La prépondérance de cette finance classique se trouve aujourd'hui fortement contestée par un courant de recherche alternative, solidement représenté au sein de la communauté universitaire internationale, appelé la « finance comportementale » ou « behavioral finance ». Cette nouvelle discipline propose deux phénomènes opposés :

- Le premier phénomène est la sur-réaction des investisseurs à l'information imprévue (bonne ou mauvaise performance). Ce phénomène psychologique est mis en évidence, pour les marchés financiers, par DeBondt et Thaler en 1985.
- Le second phénomène est la sous-réaction des investisseurs à l'information ; c'est-à-dire que le cours n'intègre pas immédiatement la bonne ou la mauvaise nouvelle annoncée, mesurée par le degré de surprise des résultats créé lors des plus récentes annonces des résultats par rapport aux attentes des analystes. Ce phénomène psychologique est mis en évidence par Bernard et Thomas en 1989.

L'analyse des performances des titres, suite aux réactions des investisseurs aux nouvelles informations mises à leur disposition, demeure un débat entre les tenants de l'approche comportementale et ceux de l'approche classique de l'efficacité des marchés financiers. Les diverses études, sur ce sujet, font apparaître des différences subtiles où chacune propose une interprétation sur la façon dont les investisseurs réagissent à l'information.

I. LES FONDEMENTS DE LA THEORIE D'EFFICIENCE DES MARCHES FINANCIERS

L'efficacité est liée étroitement à l'information, elle concerne pour l'essentiel l'intégration de l'information utile et son incorporation dans les cours boursiers. Dans le cas où les prix reflètent instantanément et simultanément l'ensemble des informations disponibles, le marché est qualifié d'être efficace du point de vue informationnel.

Les chercheurs estiment que cette efficacité informationnelle est fondamentale pour le bon fonctionnement des marchés car il les crédibilise et contribue à attirer les investisseurs. Du coup, cette efficacité est très fondamentale pour l'épanouissement des marchés financiers. C'est la raison pour laquelle toutes les autorités des marchés et places boursières cherchent à créer les conditions réglementaires et organisationnelles pour se rapprocher de cet état d'efficacité informationnelle.

Toutefois, la réalité des marchés fait que la transmission de l'information utile par le canal des prix, n'est que partielle et les investisseurs se trouvent souvent dans une situation de manque informationnel. Dans ce cas de marché inefficace, les investisseurs ne disposent pas de la « valeur juste » des actifs et sont constamment à la recherche de toute information pouvant les aider à évaluer avec plus de précision les risques et les gains des opportunités qui leurs sont offertes par le marché. Dans cette première partie de notre article, nous allons établir le lien entre le concept de la rationalité des investisseurs et l'efficacité des marchés, puis nous allons présenter les différentes acceptions du concept de l'efficacité et les différentes études effectuées dans ce cadre au niveau marocain.

1.1. Le concept de la rationalité des investisseurs en tant que base de la théorie d'efficacité des marchés

Les recherches en finance ont suivi la trajectoire tracée par les économistes dans leurs études du comportement des agents au niveau des marchés des biens et services d'une économie. En fait, les économistes, à travers de leurs études sur l'homme dans son environnement économique, ont senti le besoin de cerner le comportement des individus pour pouvoir élaborer leurs théories. Pour simuler le comportement des individus, ils ont modélisé sur une base normative dont le but était la recherche d'équilibres qui s'établissent dans les relations économiques interindividuelles et inter-économies et ils ont introduit le concept de la rationalité en matière de l'exploitation des ressources rares afin de répondre aux besoins comme but ultime de la science économique.

Suivant la même logique, les financiers aussi, ont supposé la rationalité des acteurs des marchés financiers, afin de pouvoir élaborer des théories et modéliser les comportements constatés au niveau de ces marchés. Parmi ces théories, la théorie de l'efficacité des marchés qui suppose la rationalité des agents tant dans leurs comportements que dans leurs anticipations, ce qui revient au fait que la rationalité est extrêmement nécessaire à l'efficacité.

1.1.1. Définition du concept « rationalité »

Selon ALLAIS (1953), « un homme est réputé rationnel lorsqu'il poursuit des fins cohérentes entre elles et qu'il emploie des moyens appropriés aux fins poursuivies ». Sur un plan plus général, le « rationnel » désigne ce qui appartient à la raison ou ce qui relève de la raison et « l'irrationnel » désigne ce qui n'est pas conforme à la raison ou au domaine de la raison. Allant dans ce sens, les psychologues DROZDA-SENKOWSKA et al. (1995) définissent un homme rationnel comme un homme raisonnable, un homme sain d'esprit (à l'abri de la folie) et un homme doué de la raison (au sens de la faculté à raisonner et à juger).

On attribue habituellement trois significations à la rationalité qui est un concept plutôt philosophique que psychologique. Ces trois significations, même si elles sont distinctes, restent très liées entre elles :

- Rationnel signifie justifié (démonstré), infaillible au sens de : fondé sur une raison incontestable.
- Rationnel signifie aussi critique (mettant les choses en doute) au sens de : qui ne se laisse pas emprisonner par les évidences apparentes.
- Rationnel est compris aussi comme efficace au sens de : qui garantit le meilleur rendement.

Les deux premières significations reflètent mieux les définitions auxquelles s'intéressent les psychologues sociaux et la dernière signification est adoptée par les économistes et les financiers. En effet, il est considéré rationnel, du point de vue économique, tout individu qui est apte à bien définir son besoin et à choisir, tout en optimisant l'exploitation des ressources, le bien ou le service le plus approprié pour satisfaire ce besoin.

1.1.2. Les différentes formes de la rationalité

Comme nous l'avons souligné ci-dessus, la rationalité est un concept clé en matière de la recherche en économie et en finance. Nous présentons ci-après quelques formes de la rationalité qui se diffèrent en matière de l'aptitude de l'individu à prendre une décision optimale.

- La rationalité instrumentale ou classique

D'après la conception de la rationalité chez ALLAIS (1953), les agents sont caractérisés par des préférences ou des objectifs qu'ils cherchent à réaliser tout en tenant compte

des contraintes limitant l'étendue de leurs choix possibles. Il s'agit de la rationalité dite rationalité instrumentale

Cette rationalité instrumentale est conçue comme une adéquation des moyens aux fins poursuivies. Les contraintes auxquelles l'agent est soumis sont de type externe, telles que le revenu ou l'état de la technologie.

- La rationalité cognitive

Tout comme l'information, les capacités cognitives de l'individu ont abouti au développement d'autres conceptions de la rationalité basées sur une « modération » de la rationalité classique (rationalité absolue). WALLISER (1982) introduit la notion de rationalité cognitive afin de tenir compte d'une correspondance entre les informations détenues par les agents et les représentations (qui sont des croyances individuelles qui diffèrent selon les agents).

La rationalité cognitive met donc l'accent sur le fait qu'il peut y avoir une différence entre l'environnement réel et l'environnement perçu, et traduit ainsi l'adéquation des anticipations sur l'environnement aux informations détenues.

- La rationalité limitée ou procédurale

SIMON (1987) rappelle que les choix sont dits « rationnels » lorsque les agents économiques font des choix parmi un échantillon donné d'alternatives auxquelles sont associées (subjectivement) des probabilités de distribution de revenus de telle sorte que la valeur d'une fonction d'utilité donnée soit maximisée. Si une au moins de ces hypothèses est relâchée, la rationalité est dite « limitée ». Autrement dit, si la connaissance sur l'avenir est (radicalement) imparfaite, alors la rationalité des agents ne peut être que « limitée » puisqu'ils ne peuvent décider en toute connaissance de cause.

Après cette présentation du concept de la rationalité des investisseurs en tant que socle appuyant l'efficacité du marché, nous présenterons dans ce qui suit les différentes formes de l'efficacité des marchés.

1.2. Les différentes acceptions de l'efficacité des marchés financiers

Le but recherché dans les marchés des capitaux est le transfert efficace des fonds entre prêteurs (épargnants) et emprunteurs (producteurs, porteurs de projets...etc.). Le plus souvent, d'un côté, des agents économiques (individus ou entreprises) bénéficient d'opportunités

d'investissement avec des taux de rentabilité qui excèdent le taux d'emprunt du marché, mais ne disposent pas pour autant d'assez de liquidités (fonds) pour saisir celles-ci. Dans ce cas, l'existence de marchés de capitaux leur permet d'emprunter les fonds dont ils ont besoin. D'un autre côté, les prêteurs disposant d'excès de fonds, après avoir exploité toutes les opportunités productives avec une rentabilité espérée supérieure au taux d'emprunt, aimeraient prêter ces fonds en excès si le taux de prêt est supérieur à ce qu'ils peuvent avoir ailleurs. Ainsi, prêteurs et emprunteurs profitent de l'existence de marchés de capitaux efficaces facilitant ce transfert de fonds et leur allocation aux investissements les plus rentables. Pour que les marchés remplissent pleinement et efficacement ce rôle d'une très grande valeur ajoutée pour l'économie des pays, ils doivent être efficaces et doivent être en mesure de tenir compte de l'ensemble de l'information concernant les titres cotés et de l'incorporer dans les prix de ces titres.

L'efficacité des marchés financiers a au moins trois dimensions : l'efficacité informationnelle, l'efficacité basée sur l'hypothèse des anticipations rationnelles des agents et l'efficacité fonctionnelle. Ces différentes dimensions se complètent et sont toutes cruciales pour la bonne marche des places financières, bien qu'elles soient un état idéal qu'un marché ne peut en aucun cas atteindre à 100%. Nous présentons ci-après chacune de ces trois dimensions.

1.2.1. L'efficacité informationnelle

Concernant la première dimension, l'efficacité informationnelle, un marché est efficace si l'ensemble des informations pertinentes à l'évaluation des actifs financiers qui y sont négociés se trouve instantanément reflétées dans le cours boursier. Un tel marché inclut donc instantanément les conséquences des événements passés et reflète précisément les anticipations exprimées sur les événements futurs. Ainsi, le prix d'un actif financier est à tout instant une estimation sans biais de sa valeur intrinsèque. Il est par conséquent impossible de prévoir ses variations futures puisque tous les événements connus ou anticipés sont déjà intégrés dans le prix actuel.

Dans un marché des capitaux qui est efficace, au sens de l'efficacité informationnelle, les prix deviennent des signaux corrects pour l'allocation du capital. Les marchés des titres remplissent ainsi deux fonctions importantes : l'allocation du risque et la transmission (communication) de l'information parmi les investisseurs. L'efficacité informationnelle concourt, à cet effet, à l'efficacité allocationnelle qui reflète l'état d'efficacité d'un marché

auquel les prix sont déterminés de telle façon qu'ils égalisent les taux marginaux de rentabilité (taux ajustés au risque) pour tous les producteurs et les épargnants. Dans un tel marché, l'épargne peu abondante est allouée de manière optimale à l'investissement productif. Alors que l'efficacité opérationnelle ou transactionnelle d'un tel marché interviendra lorsque les intermédiaires – dont le rôle est de fournir un service consistant à canaliser les fonds des épargnants vers les investisseurs – font cela au coût minimum (le juste prix de leur service).

FAMA (1970) distingue trois formes d'efficacité informationnelle en fonction de l'étendue des informations disponibles aux investisseurs au niveau d'un marché donné :

- **L'efficacité faible** qui désigne la situation où toute l'information passée est disponible et où le prix actuel se fonde uniquement sur les prix passés. Dans ce cas, l'analyse technique (chartisme) n'est d'aucune utilité pour se procurer un rendement supérieur à celui du marché. L'utilisateur de cette analyse s'intéresse aux marchés et non aux fondamentaux de l'économie. Il considère ainsi que seule l'étude des facteurs internes au marché (cours et volumes de transaction) est importante pour déterminer l'évolution future des cours. Elle se base alors sur divers graphiques de cours afin d'identifier des tendances et de faire des prévisions à court terme. Donc, les cours passés, les volumes de transaction et les positions ouvertes dans le cas des marchés à terme constituent l'essentiel des données utilisées par l'analyste. Il s'agit de démarches essentiellement empiriques. Selon cette approche, les cours boursiers évoluent selon des tendances. Ces tendances sont suffisamment durables pour être identifiées et le passé tend à se répéter. Les chartistes vont étudier l'historique de la série des prix et tenter d'identifier des comportements similaires pour le futur. Le marché n'est pas efficace si ces méthodes sont utilisables avec profit.

- **L'efficacité semi forte**, on parle de cette forme d'efficacité lorsqu'on considère toutes les informations publiques disponibles (chiffres comptables, annonces d'opérations financières : dividendes, rachats d'actions, augmentations de capital, annonce des résultats etc.). Dans cette situation, le prix de l'actif reflète intégralement l'information diffusée publiquement et dans ce cas l'analyse fondamentale (pour sélectionner les actifs sous-évalués) n'apporte pas de valeur ajoutée. L'analyse fondamentale consiste à anticiper la séquence des flux associés au portage du titre, à analyser le risque et l'exigence de rendement des investisseurs, puis à combiner le tout pour déterminer les valeurs surévaluées (à vendre), les valeurs sous-évaluées (à acheter). L'objet de cette analyse est de prévoir l'évolution du cours d'une action à partir de l'étude d'indicateurs économiques et monétaires. Si l'on reprend la terminologie de Fama, on peut voir clairement que si le marché est efficace au sens

semi-fort alors l'analyse fondamentale est inutile puisque toutes les informations économiques sont déjà reflétées dans le cours.

- **L'efficience forte** lorsqu'on considère l'ensemble des informations existantes y compris celles non rendues publiques détenues par les « initiés ». Cette forme d'efficience concerne le cas où le prix traduit toute l'information disponible, même privée. Une telle situation enlève tout intérêt aux opérations d'initié.

FAMA (1970) propose trois hypothèses de l'efficience des marchés financiers :

- La diffusion rapide à faible coût de l'information.
- Les investisseurs réagissent immédiatement à l'information reçue.
- Le cours d'un titre suit un cheminement aléatoire, une « marche au hasard ».

Ces hypothèses impliquent la vérification de cinq conditions empiriques :

- La rationalité des investisseurs : les marchés financiers ne peuvent être efficaces que si les agents économiques agissant sur ces marchés sont rationnels.
- L'information est disponible gratuitement et tous les agents pourront en bénéficier. Le marché reflétera alors l'ensemble des opinions qui ont été exprimées par les intervenants. Cette hypothèse est fondée donc sur celle « d'asymétrie d'information »
- L'absence de coûts de transactions et d'impôt de bourse : les agents économiques peuvent hésiter à investir et à désinvestir (barrière à la sortie) si des coûts de transactions ou les taxes boursières grèvent ou annulent le gain potentiel réalisable.
- L'atomicité des investisseurs et la liquidité : les agents économiques ne vont pas réaliser des transactions sur les titres si ces transactions elles-mêmes sont susceptibles, pour des raisons de liquidité, de faire varier le prix des titres.

Le tableau suivant récapitule les différentes formes d'efficience informationnelle du marché financier avec des exemples :

Tableau 1. Formes d'efficience informationnelle des marchés financiers

	Forme faible	Forme semi forte	Forme forte
L'information reflétée par les cours boursiers	Les informations déjà connues et publiées dans le passé	Toute l'information publique en t	Les informations anticipées (non encore publiées)
Exemples D'informations	Comptes publiés les années passées, des séries de taux d'intérêt...	Variation de taux d'intérêt, publication de comptes ou annonce de	Initiés et performances, analyses des professionnels

L'information permettant un gain	Les informations sur le présent et sur le futur	Les informations privées	-----
---	---	--------------------------	-------

Source : R. RAHAOUI (2007)

Ainsi, la théorie de l'efficience informationnelle consiste à dire que la connaissance des informations qui peuvent affecter à la hausse ou à la baisse le cours d'un actif financier ne permettrait pas à son détenteur de réaliser des bénéfices sur le marché financier tant que les autres acteurs (offreurs et demandeurs) disposent simultanément des mêmes informations.

Donc pour FAMA (1991), un marché financier est dit efficient si et seulement si l'ensemble des informations disponibles concernant chaque actif financier coté sur ce marché est immédiatement intégré dans le prix de cet actif. Un marché efficient incorpore donc instantanément les conséquences des événements passés et reflète les anticipations sur le futur puisque tous les événements connus ou anticipés sont déjà intégrés dans le cours actuel. Autrement dit, un marché est efficient (de point de vue informationnel) si une prévision profitable est impossible pour les acteurs du marché quel que soit l'information mise à leur disposition du fait que cette information est déjà intégrée dans le cours boursier et qu'elle n'a aucune utilité marginale. Cette définition de l'efficience concorde avec celle de Jensen (1978) qui tient compte des frais de transaction et de ceux liés à l'activité de prévision.

Pour JENSEN (1978): "A market is efficient with respect to information set θ_t if it is impossible to make economic profits by trading on the basis of information set θ_t ". nous pouvons traduire cette définition comme suit : Un marché est efficient, compte tenu d'un jeu d'information θ_t s'il est impossible de réaliser des profits économiques à travers des transactions basées sur le jeu d'informations θ_t^1 . Dans cette définition, Jensen veut dire par profits économiques : les rentabilités ajustées au risque nettes de tous les coûts. Aussi, il considère les trois catégories d'efficience : faible, semi forte et forte. Toutefois, il pense que la dernière forme (l'efficience forte) est difficile à tester et n'est là que pour compléter logiquement l'ensemble des hypothèses possibles.

La notion d'efficience suppose un marché idéal, c'est à dire un marché financier sur lequel le prix des actifs permet de prendre les bonnes décisions d'allocation des ressources aux emplois les plus rentables, car le cours des titres reflète à tout moment, en moyenne, correctement toutes les informations disponibles, que ce soit sur des événements passés ou

¹ Traduction par nos soins.

futurs. Et de ce fait, on peut dire que sur un tel marché toute prévision ne peut être profitable (JENSEN, 1978), on parle ici d'un profit net des coûts liés aux transactions (coût de l'information, coût de passation de l'ordre, coût de gestion...).

On peut, donc, dire que l'efficience forte ou semi forte est l'état vers lequel tendent les marchés financiers développés qui sont dotés des systèmes d'information (ressources humaines et informatiques) très importants ainsi qu'une réglementation en matière de communication financière assez complète, tandis que les marchés émergents, sont dits à efficience faible ou tendent vers cette forme d'efficience, vu les caractéristiques de leurs systèmes d'information et la conformité par rapport aux réglementations en vigueur en matière de la communication financière (BOYER, 2001).

1.2.2. L'efficience basée sur l'hypothèse des anticipations rationnelles des agents

La seconde dimension du concept d'efficience du marché financier repose sur la rationalité du comportement de l'ensemble des agents. Selon cette acception, un marché d'actifs financiers est efficace si le prix des actifs reflète les espérances de revenus futurs auxquels ils donnent droit, conformément aux principes traditionnels de l'évaluation. Cette dimension suppose que les agents font des anticipations rationnelles. C'est-à-dire qu'à chaque instant, le cours observé est égal à sa valeur fondamentale. Si l'agent peut prévoir correctement l'évolution des variables exogènes et s'il connaît la relation entre ces variables et la variable endogène, il formera des anticipations rationnelles.

Certains chercheurs ont défendu l'idée que : les agents se basent, pour former leurs anticipations, sur un modèle identique à celui de la théorie économique. L'hypothèse d'anticipations rationnelles stipule que les agents forment leurs décisions sur la loi vraie du système dans lequel ils se trouvent. Cette idée est fortement controversée dans le sens où les agents ne sont pas tous rationnels. C'est dans ce sens que des chercheurs ont adressé des critiques à l'approche de la finance classique qui ne tient pas compte du fait qu'il y a des décisions que prennent les individus et qui échappent au principe de la rationalité. Ces décisions sont sujet de biais cognitifs qui découlent du vécu des individus, de leurs croyances, de leurs expériences personnelles et de leur éducation.

Pour cette forme d'efficience, l'ensemble des marchés financiers sont faces au même challenge de rendre les investisseurs conscients des biais auxquels sont sujets vu leur nature humaine. Ainsi, on estime que les marchés financiers, aussi bien les marchés financiers

développés que ceux émergents, comprennent encore deux types d'investisseurs : les investisseurs rationnels qui prennent leurs décisions de façon plus ou moins scientifique et les investisseurs dits noise traders qui formulent leurs décisions sur des bases ambiguës et irrationnelles.

1.2.3. L'efficience fonctionnelle

La dernière dimension de l'efficience des marchés financiers concerne les fonctions du marché lui-même et ses organes qui assurent une structuration pour la confrontation de l'offre et la demande des capitaux et qui régissent l'industrie financière. Cette dimension d'efficience est liée, comme son nom l'indique, au fonctionnement du marché financier et à sa finalité qui consiste à la mobilisation de l'épargne vers les emplois les plus productifs et la mise en commun des risques et leur transfert vers les investisseurs qui sont les plus capables ou les plus disposés à les supporter pour en tirer parti.

L'efficience fonctionnelle est tributaire donc de la bonne organisation du marché financier. Le marché financier marocain a connu, dans le début des années 90, une vague de réformes avec la création d'institutions comme la société gestionnaire, la SBVC, et l'organe de contrôle, le CDVM et le dépositaire central MAROCLEAR. Cette phase de réforme a eu pour origine la conscience des autorités au niveau marocain de l'importance de la bonne organisation dans la bonne marche de l'industrie financière au Maroc.

Selon JACQUILLAT et SOLNIK (1997), le concept de marché efficient, de point de vue informationnel, fonctionnel et des anticipations rationnelles, a des implications extrêmes pour la pratique de la gestion de portefeuille : Seuls les investisseurs qui disposent des informations privilégiées peuvent prétendre pouvoir réaliser des gains anormaux de manière continue. Comme l'ont souligné Jacquillat et Solnik, la gestion active n'est pas exclue sur un marché efficient tant que l'acquisition et l'analyse des informations sont coûteuses. La gestion active a pour objectif de surperformer le marché de référence (appelé "benchmark") du portefeuille géré. Le gestionnaire, à l'aide de divers outils d'analyse, va sélectionner de manière discrétionnaire les produits, titres ou secteurs les plus susceptibles de croître plus vite que le marché. Ce mode de gestion, en opposition à celui de gestion passive, concerne donc tous les fonds et portefeuilles qui ne visent pas à reproduire la performance d'un marché de référence, mais à faire mieux que ce dernier. Il est à souligner que la majorité des fonds utilisent ce mode de gestion.

Après cette présentation des différentes formes de l'efficience et leurs significations, nous présentons dans ce qui suit les études empiriques ayant eu pour objet de tester les formes d'efficience au niveau du marché boursier marocain.

1.3. Etudes de l'efficience du Marché Financier Marocain

Les marchés financiers des pays émergents d'Asie, d'Amérique Latine et d'Europe de l'Est ont suscité une littérature importante, destinée à étudier leur niveau d'efficience et la présence de la gouvernance au niveau de ces marchés et ce afin de comprendre leurs fonctionnements, leurs organisations et leurs perspectives futures. Toutefois, peu d'études ont été consacrées au marché financier marocain.

La problématique de l'efficience informationnelle de la bourse de Casablanca a constitué depuis quelques temps un sujet d'actualité suscitant l'intérêt des académiciens et de professionnels du monde de la finance. Pourtant, les études plus spécifiques au marché marocain, sont peu nombreuses.

ELAWAD (1993), a mené une étude afin d'examiner le degré d'efficience du marché boursier marocain. Ses résultats lui ont permis de conclure que la bourse des valeurs de Casablanca (BVC) n'est pas encore intégrée dans un environnement lui permettant de jouer pleinement son rôle principal à savoir le drainage de l'épargne. Elle se caractérise par une structure particulière et par l'inefficience relative de son fonctionnement. En effet, le marché boursier marocain est très étroit tant par l'effectif des sociétés cotées et des investisseurs qui s'y intéressent que par le volume des transactions. L'absence d'informations complètes et de bonne qualité pour les investisseurs fait que le marché ne valorise pas les titres de façon réaliste. L'absence de cotation quotidienne limite la portée de l'application du modèle d'équilibre des actifs financiers (MEDAF). Des hypothèses telles que la normalité ou la non corrélation des rentabilités des actions ne sont pas vérifiées. La bourse des valeurs de Casablanca se caractérise par son inefficience relative au sens de la théorie des marchés financiers.

BAKIR (2002), en travaillant sur les données quotidiennes de 28 valeurs cotées à la bourse des valeurs de Casablanca pour une durée allant de Janvier 1994 à Décembre 2000 et en s'appuyant sur un ensemble de tests (les autocorrélations,), rejette l'hypothèse de l'efficience au sens faible du marché financier marocain. D'après ce chercheur, à l'instar de la plupart des pays en développement, le Maroc n'a pas échappé aux transformations radicales

concernant l'organisation et le fonctionnement des marchés financiers. Les réformes adoptées depuis 1993 ont été déterminantes dans le développement de son marché boursier mais cela n'a pas entraîné une amélioration significative de l'efficacité informationnelle de ce marché. Ses résultats empiriques montrent que le marché boursier marocain n'a pas encore atteint le stade de maturité. Les principaux résultats obtenus sont les suivants :

- La distribution des rentabilités quotidiennes de l'indice général de la bourse de Casablanca et des titres marocains dévie de celle de la loi normale.
- Les tests de stationnarité montrent que les séries de rentabilités observées sur le marché marocain sont stationnaires et, par conséquent, prévisibles.
- L'hypothèse d'indépendance des rentabilités est rejetée pour la plupart des titres ainsi que pour l'indice général.
- La volatilité annuelle du portefeuille à forte capitalisation boursière est moins élevée que celle du portefeuille à faible capitalisation.
- Le portefeuille composé de titres à forte capitalisation boursière a un risque systématique supérieur à celui composé de titres à faible capitalisation.
- Il n'existe pas d'effet significatif du mois de l'année bien que l'indice général de la bourse de Casablanca connaisse une hausse importante au mois de mars, d'avril et d'août.
- L'effet jour de la semaine n'est pas significatif bien que des rentabilités élevées soient observées le lundi et le vendredi.
- Le marché ne s'ajuste que lentement aux nouvelles informations (distribution de dividendes et modifications de capital).

RAHAOUI (2007), a étudié l'impact d'un profit warning sur les cours d'un titre du MADEX. Les profit warning, littéralement « alertes sur les résultats » sont des communications diffusées par les entreprises cotées relatives à des événements significatifs susceptibles d'influencer les résultats attendus par les sociétés (les prévisions de résultats qu'elle s'est fixée comme objectif). Ces « alertes sur les résultats » sont communiquées dans l'objectif d'informer le marché que les attentes en termes de résultat doivent être modifiées. R. Rahaoui a étudié le cas du titre de la société SAMIR qui a subi en 2002 et en 2003 deux événements exceptionnels (incendies) via la méthode des études d'événement, et il a conclu qu'il y a un impact significatif de cet événement sur les cours boursiers, et de ce point de vue le marché boursier marocain est efficace. Aussi, son étude a abouti au résultat stipulant une efficacité informationnelle du marché boursier marocain dans ces trois formes : faible, semi forte et forte.

Plus récemment dans leur travail, El KHATTAB et MOUDINE (2014), ont testé la forme faible de l'efficacité du marché financier marocain. En utilisant les données journalières sur l'indice MASI pour une période allant de 2004 à 2012 et en se basant sur la méthode de Box et Jenkins (modèle ARIMA) de test de l'hypothèse de la marche aléatoire et le test de Ljung-Box, ils rejettent l'hypothèse nulle de l'efficacité du marché financier marocain au sens faible. Ils ajoutent aussi, que les deux autres formes de l'efficacité, semi forte et forte, sont systématiquement rejetés, aussi ils ont étudié l'impact de la structure organisationnelle du marché boursier marocain sur son efficacité informationnelle et ils ont établi qu'une relation étroite existe entre l'efficacité et la bonne organisation du marché. D'après leur analyse, il y a quatre facteurs qui affectent directement la qualité informationnelle de la bourse de Casablanca et constituent des poches d'inefficacité propres et spécifiques à la réalité d'un marché émergent tel que le marché boursier national :

- Les autorités de contrôle : le manque d'indépendance du Conseil Déontologique des Valeurs Mobilières « CDVM » (vis-à-vis de l'exécutif) et le champ étroit de ses prérogatives, constituent une poche d'inefficacité pour la bourse de Casablanca. Dans ces conditions, l'intervention des autorités de surveillance reste peu efficace. Or, l'efficacité des organismes de contrôle est un élément clé pour le renforcement de la transparence du marché.
- Les canaux de diffusion de l'information et leur influence sur les investisseurs boursiers au Maroc. Au niveau national, les sociétés de bourse occupent une place importante comme canaux de diffusion de l'information, ces sociétés monopolisent la formulation des recommandations d'achat ou de vente à travers l'émission des notes de recherche ciblant les différentes valeurs de la cote. Cependant, les recommandations formulées ne sont pas tout à fait saines et neutres, dans la mesure où elles peuvent être motivées par des considérations liées à la propre rentabilité commerciale de ces sociétés de bourse. Ainsi, les analystes financiers marocains restent prisonniers des enjeux commerciaux des sociétés de bourse qui les emploient. Cette absence de neutralité dans la diffusion des recommandations biaise l'efficacité informationnelle de la place.
- Les coûts de transaction : Le régime fiscal de la bourse de Casablanca constitue une contrainte de plus qui perturbe le comportement des investisseurs. Le relèvement de la taxe sur les plus-values de cession d'actions de 10% à 15%, a réduit sensiblement le gain

potentiel susceptible d'être réalisé par les particuliers. Dans ces conditions, l'investisseur individuel n'agira sur le marché que dans la mesure où le gain espéré est supérieur au coût fiscal de la transaction. Son comportement devient donc tributaire de la variable fiscale, au lieu de dépendre uniquement de l'information diffusée, ce qui nuit à l'efficacité de la bourse. De leur part, les institutionnels ont perdu le droit aux abattements appliqués auparavant sur leurs profits de cession de valeurs mobilières. La perte de cet avantage fiscal réduit la marge de manœuvre des investisseurs institutionnels, et limite l'efficacité de leur rôle dans la stabilisation du marché et l'amélioration de son efficacité. Leur comportement risque de devenir spéculatif en visant le court terme (les placements à long terme ne sont plus fiscalement avantageux pour eux).

- L'irrationalité des investisseurs individuels : Le Maroc a connu un regain d'intérêt des particuliers pour le marché boursier. Toutefois, les investisseurs individuels marocains sont en principe des agents sous-informés, leur comportement est spéculatif, leur raisonnement est court-termiste et leur culture boursière est peu développée. Ce sont donc des opérateurs irrationnels qui perturbent le marché casablancais et entravent son efficacité.

Dans la partie suivante de notre article, nous allons mettre en lumière le débat sur la pertinence de la théorie de l'efficacité du marché et toute la polémique qu'elle a suscitée et les fondements théoriques du nouveau courant de la finance comportementale qui est apparue suite à la remise en cause de la théorie d'efficacité des marchés.

II. L'ÉMERGENCE DU PARADIGME COMPORTEMENTAL

Les chercheurs en finance comportementale se sont posés des questions sur les raisons pour lesquelles des individus ne prennent pas leurs décisions conformément aux axiomes de Von Neumann et Morgenstern qui sont des formulations qui découlent du postulat d'un comportement rationnel de l'individu.

Deux explications complémentaires ont été avancées. D'après la première, la plupart des situations de choix de la vie réelle sont trop complexes pour que l'individu puisse maximiser son utilité. Pour décider, il a recours à des règles de conduite simples (des heuristiques) qui ont donné de bons résultats dans le passé. La seconde explication est que l'individu reçoit des gains

ou subit des coûts psychiques (la douleur de perdre, par exemple) qui interviennent aussi comme arguments dans sa fonction de choix.

Plusieurs études en psychologie sociale portent sur les processus par lesquels les investisseurs prennent leurs décisions. Leurs jugements ne sont plus envisagés comme la résultante d'un traitement rationnel de l'information. Au contraire, on considère que les attributions et les prédictions font l'objet de biais et d'erreurs systématiques. Les biais dans le jugement humain décrits dans la littérature psychologique sont considérés comme des biais cognitifs. Ils sont dus aux capacités limitées des individus à prendre en compte et à traiter toutes les informations potentiellement disponibles (DROZDA-SENKOWSKA, 1995).

Cette deuxième partie de notre article expose la remise en cause de la théorie de l'efficacité des marchés et quelques concepts mis en œuvre par les chercheurs relevant du courant de la finance comportementale en tant que nouveau paradigme.

2.1. Remise en cause de la théorie d'efficacité des marchés

L'efficacité des marchés est aujourd'hui un sujet de controverse continue entre ceux pour qui cette hypothèse reste largement vérifiée et ceux pour qui les preuves d'inefficacité sont suffisantes pour la remettre en cause et la rejeter. Il existe aujourd'hui un très grand nombre de travaux empiriques qui ont mis en évidence des anomalies par rapport aux enseignements de la théorie de l'efficacité des marchés financiers.

Les travaux pionniers en matière de remise en cause de l'efficacité des marchés sont ceux de KAHNEMAN et TVERSKY (1979) qui sont à la base de la finance comportementale. Ce nouveau courant de recherche a pour objectif de mettre en évidence les comportements réels (qui ne sont pas toujours rationnels) des individus lorsqu'ils sont confrontés à des choix risqués par opposition à l'hypothèse de rationalité, reposant sur les axiomes de Von Neumann et Morgenstern et qui suppose que les individus cherchent à maximiser l'espérance d'utilité de leur fortune.

Les chercheurs relevant de ce nouveau courant de recherche, dont Shiller, estiment que la théorie d'efficacité des marchés, basée sur la rationalité des investisseurs, n'est pas fondée. Pour eux, les comportements réels, objet de biais cognitifs et non rationnels, allaient expliquer comment dans nombre de situations observées sur les marchés apparaissent des inefficiences.

L'existence de ces inefficiences ouvre deux voies de recherche pour expliquer les rentabilités des actions au niveau d'un marché financier :

- Ajouter au MEDAF traditionnel les variables traduisant les anomalies constatées.
- Ou construire un nouveau MEDAF intégrant les résultats de la finance comportementale.

Nous présentons, ci-dessous, quelques anomalies qui ne sont pas expliquées par le MEDAF.

2.1.1. L'effet petite-firme et les effets saisonniers

En 1981, BANZ publiait un article mettant en évidence un « effet petite firme » qui consiste au fait que : les taux de rentabilité observés sur les petites capitalisations étaient en moyenne supérieurs à ceux des grandes.

Cette observation constituait de toute évidence une anomalie par rapport à la théorie d'efficience des marchés qui stipulent que la rentabilité des titres dépend de leurs risques et que deux sociétés du même niveau de risque (quelques soient leurs tailles) auront la même rentabilité. Mais est-il possible de profiter de cet effet et réaliser systématiquement des profits au niveau des marchés financiers ? Si l'on tient compte des coûts de transaction liés aux opérations d'achat-vente d'actions peu liquides (puisqu'il s'agit de petites capitalisations), il semble que la réponse soit négative. Du reste, tous ceux qui ont voulu exploiter réellement cet effet de la petite-firme, n'ont pas gagné systématiquement plus que le marché.

De nombreux chercheurs ont mis en évidence des effets saisonniers dans les taux de rentabilité des actions. C'est ainsi que FRENCH (1980), GIBBONS et HESS (1981) ont trouvé des différences statistiquement significatives entre les rentabilités des jours de la semaine. Selon ces auteurs, l'effet week-end se traduirait par des taux de rentabilité moyens négatifs le lundi et positifs en fin de semaine. Ainsi, un investisseur qui achèterait des actions à la clôture du lundi et les revendrait le vendredi à la clôture pourrait gagner systématiquement de l'argent. Cependant, il apparaît que cette stratégie (observée sur le passé) ne permet pas de couvrir les coûts de transaction.

Un autre effet saisonnier a été constaté à l'échelle de l'année. Il s'agit de l'effet janvier. Selon cet effet, les rentabilités obtenues en janvier seraient plus élevées que celles des autres mois de l'année ; plus particulièrement pour les petites capitalisations. Diverses explications, plus ou moins convaincantes, ont été avancées pour expliquer ce phénomène. Mais la question essentielle est toujours la même : aurait-il été possible de profiter de cet effet

pour faire systématiquement des profits anormaux ? Outre le fait que cet effet a eu tendance à s'atténuer avec le temps, il semble que, là encore, la réponse soit négative compte tenu des coûts de transaction et de la moindre liquidité des titres concernés.

2.1.2. L'impact de l'incorporation d'un titre dans les indices

Chacun peut constater l'importance que les grands indices (S&P 500, Dow Jones, CAC 40, etc.) ont prise pour les investisseurs. Cet attrait pour les indices a été renforcé par la gestion dite indicielle, c'est-à-dire le fait qu'un gérant cherche à reproduire la performance d'un indice. Il n'est donc pas étonnant de constater que lorsqu'un titre fait son entrée dans un indice (ou en sort) son cours bénéficie d'une hausse (baisse).

Selon SHLEIFER (2000) cette hausse, à l'entrée de l'action dans un indice, est en contradiction avec la théorie d'efficience des marchés qui nous enseigne que les actions, du même niveau de risque, sont de parfaits substituts entre elles. La hausse de la valeur constatée n'est pas, bien évidemment, justifiée par les fondamentaux de l'entreprise.

2.1.3. Les introductions en Bourse

Les introductions en Bourse (Initial Public Offerings ou IPO) constituent également un terrain riche pour observer des anomalies. En effet, de nombreuses études, ont mis en évidence le fait que les sociétés introduites pour la première fois sont généralement sous-évaluées.

Ce phénomène se traduit par des taux de rentabilité à court terme statistiquement supérieurs au marché. Il serait donc possible de s'enrichir en achetant systématiquement des titres nouvellement introduits. Par contre, il semblerait qu'à long terme (5 ans) les actions des IPO sous-performent par rapport au marché. Ce double phénomène est difficilement explicable par la théorie d'efficience des marchés.

De nombreuses explications ont été fournies pour justifier une sous-évaluation à l'introduction : volonté des dirigeants de réussir l'opération en affichant un prix attractif, engouement systématique des investisseurs pour ces opérations, etc. Ainsi, l'efficience des marchés est loin d'être une hypothèse satisfaisante qui explique pleinement les fluctuations des cours boursiers au niveau des marchés financiers.

2.1.4. L'excès de volatilité

SHILLER (1981) a été l'un des premiers à s'intéresser à l'excès de volatilité des marchés. Pour démontrer sa proposition il a cherché à voir si les variations de dividendes – la principale variable censée expliquer la valeur des actions dans la théorie traditionnelle - pouvaient expliquer les fluctuations des cours des actions.

Pour cet objectif, il a étudié la relation entre la variance des prix de marché et la variance de la valeur fondamentale des actions. La valeur fondamentale est calculée à partir de la chronique des dividendes passés en utilisant le célèbre modèle de Gordon-Shapiro. Shiller montre ainsi que la volatilité des prix de marché est en fait très largement supérieure à celle de la valeur fondamentale, ce qui montrerait l'excessive volatilité des marchés et leur comportement irrationnel.

Cet excès de volatilité des cours par rapport à la valeur fondamentale a relancé la controverse sur l'efficacité des marchés et leur rationalité. Comme ALBOUY et DUMONTIER (1992) le font remarquer, l'argumentation de Shiller est cependant contestable et insuffisante pour prouver l'inefficacité et l'irrationalité du marché. Au-delà des critiques d'ordre statistique, l'intuition fondamentale qui justifie la plus grande régularité de la courbe des prix calculés est qu'elle représente la valeur actuelle des dividendes connus ex-post tandis que les cours représentent la valeur actuelle des dividendes anticipés.

Ainsi, une modification du dividende courant implique une révision de toute la série des dividendes anticipés et donc un impact important sur les cours observés. Il en est de même pour une révision du taux d'actualisation. En revanche, la courbe des prix calculés utilisant, par construction, la connaissance parfaite des dividendes ex-post n'intègre aucune révision des anticipations ce qui a nécessairement pour conséquences une volatilité moins forte des prix.

2.2. La critique du mécanisme de l'arbitrage

Comme nous l'avons expliqué ci-dessus, la finance classique qui repose sur l'efficacité des marchés est fortement controversée. Cette controverse a débouché sur l'apparition du nouveau courant de la finance comportementale qui s'appuie sur deux hypothèses, qui se différencient fondamentalement de l'hypothèse d'efficacité des marchés et qui lui sont opposées.

La première hypothèse est que certains investisseurs ne sont pas pleinement rationnels, au sens de la rationalité d'un agent économique qui optimise les retombées de sa décision en termes d'utilité, et que leur demande d'actifs financiers à risque est affectée par leurs

croyances et leurs émotions, lesquelles ne sont évidemment pas pleinement justifiées par les fondamentaux économiques. Dans le jargon financier, la catégorie d'investisseurs qui se laissent prendre des décisions sur des bases émotionnelles et injustifiées du point de vue de la réflexion sur le bien-fondé de la décision, sont appelés métaphoriquement des « noise traders ».

La seconde hypothèse de base est que l'arbitrage, activité à laquelle se livre la catégorie d'investisseurs considérés rationnels, est une activité qui n'est pas dénuée de tous les risques, comme le prétend la théorie, et dont l'efficacité est par conséquent limitée. En effet, les coûts qui seront engagés afin de réaliser une opération d'arbitrage sont souvent plus importants que le gain escompté de cette opération.

Dans ce qui suit, nous allons expliquer davantage ces deux hypothèses et leurs implications, mais avant cela, il y a lieu de préciser ce qu'est la pratique financière d'arbitrage, ainsi que la nature de son lien avec la théorie d'efficience des marchés.

2.2.1. Arbitrage et efficience informationnelle

Les marchés financiers ne sont pas parfaitement efficients car l'efficience parfaite des marchés implique de manière directe l'inutilité de la production des informations et des analyses financières puisque les marchés anticipent parfaitement ces données et les incorporent dans les prix des titres qui y sont négociés. Néanmoins, la théorie peut trouver un champ d'application si les imperfections du marché ne sont pas trop prononcées. C'est précisément le rôle des arbitragistes de ramener les prix temporairement déviants vers leur niveau correct, tel qu'il découle des fondamentaux.

Considérons l'exemple d'AKTAS (2004) pour illustrer le procédé : « Si un titre donné a un substitut parfait, c'est-à-dire un autre titre de même niveau de risque systématique, les deux titres doivent, à l'équilibre du marché, avoir le même prix. Si ce n'était pas le cas, il y aurait en effet une possibilité de réaliser un profit sans risque en réalisant deux opérations simultanées qui consistent l'une à vendre l'actif le plus cher, l'autre à acheter l'actif le moins cher. Si tous les investisseurs rationnels procèdent de la sorte, l'excès d'offre sur le premier titre fera baisser son prix, tandis que l'excès de demande provoquera la hausse du prix du second. Sur un marché efficient, les actions conjuguées des « arbitragistes » ramèneront la stricte égalité des deux prix, et ce d'autant plus rapidement que le marché est plus efficient ».

Ainsi, sur un marché parfait (totalement efficient), ce qui implique que tous les investisseurs sont rationnels au sens de la finance classique, tous les titres de même risque systématique auront à tout moment le même rendement, c'est-à-dire le même prix relatif. Une définition alternative d'un marché parfait est donc un marché sur lequel il n'existe aucune opportunité d'arbitrage.

Les marchés concrets ne sont pas, à l'évidence, des marchés parfaits. En effet, l'existence des investisseurs bruiteurs, et irrationnels, est une réalité incontestable de l'ensemble des marchés. Alors, on dira qu'il y a efficience lorsque les prix reflètent toute l'information disponible et que les investisseurs ne peuvent réaliser des profits ayant pour origine les imperfections du marché (FAMA et al., 1970).

2.2.2. Irrationalité des investisseurs et critique de l'arbitrage

De nombreux travaux, en particulier sous l'impulsion de la psychologie cognitive, ont démontré que les comportements individuels face au risque déviaient fréquemment par rapport au standard de la rationalité classique des agents économiques et financiers. Cela peut être constaté concrètement à travers de l'indicateur des variations du cours boursier autour de la valeur fondamentale. Les tenants de la finance classique insistent sur le fait que l'efficience ne requiert pas pour être valide une rationalité étendue des acteurs. MALKIEL (2003) écrit à ce sujet « Markets can be efficient even if many markets participants are quite irrational ».

Deux configurations se présentent concernant l'irrationalité de certains investisseurs. Une première configuration, compatible avec l'efficience, se rencontre lorsque les comportements irrationnels sont le résultat de choix indépendants. Dans ce premier cas, les comportements irrationnels, n'étant pas corrélés, se compensent mutuellement et annulent leurs effets sans qu'il y ait besoin d'intervention active de la part des investisseurs rationnels. Quant à la deuxième configuration selon laquelle les estimations des investisseurs irrationnels sont corrélées, il est possible que l'efficience soit établie en dépit de leur présence et cela par la force de l'arbitrage dont on note à nouveau qu'il s'impose comme le concept-clef du cadre néoclassique.

Ce sont les arbitragistes qui, en se portant acheteurs sur les titres sous-évalués et vendeurs sur les titres surévalués, assurent que les prix ne s'écartent pas des valeurs fondamentales. Il faut ajouter à cette première raison l'argument classique proposé par FRIEDMAN (1953) selon lequel les irrationnels achetant des titres surévalués et vendant des

titres sous-évalués sont nécessairement amenés à terme à disparaître du marché puisqu'ils perdent de l'argent. In fine, l'arbitrage et la sélection conjuguent leurs effets pour faire en sorte que l'efficience prévale SHLEIFER (2000).

C'est la situation de corrélation des « irrationalités » que la finance comportementale met au centre de sa réflexion dans sa critique de l'approche d'efficience des marchés. La finance comportementale, désignée anciennement par le terme de « Noise Trader Approach » (NTA), stipulent que les « noise traders » forment leurs anticipations de manière irrationnelle : soit qu'ils utilisent de faux signaux pour intervenir, soit qu'ils suivent des règles irrationnelles, à la manière des « popular models » de SHILLER (1990), comme, par exemple, les partisans de l'analyse technique ou les « suiveurs de tendance » qui achètent (vendent) lorsqu'une tendance haussière (baissière) sur les prix s'est formée.

La finance comportementale s'oppose aussi au fait que la finance classique à faire de l'arbitrage une force capable d'éliminer les dérives de cours engendrées par la présence des investisseurs irrationnels. Elle conteste ce point en remarquant que l'arbitrage réel, tel qu'il est effectivement pratiqué sur les marchés concrets, diffère fondamentalement de l'arbitrage théorique considéré par la théorie classique du fait qu'il est risqué. Il s'agit ici d'un point fondamental : « The central argument of behavioral finance states that, in contrast to the efficient markets theory, real-world arbitrage is risky and therefore limited » (SHLEIFER, 2000).

À partir de ces deux hypothèses, à savoir : les investisseurs ne sont pas pleinement rationnels et l'arbitrage est risqué, il découle que le marché n'est pas efficient. Cela induit une transformation en profondeur de la nature même de la rationalité financière. En effet, la rationalité financière ne peut plus être limitée à la seule observation des fondamentaux. L'opinion des investisseurs irrationnels est désormais une variable qui importe puisque les prix en conservent durablement l'empreinte. Ce point est important, il permet de comprendre que l'impact des rationnels sur les prix peut être complexe et contre intuitif dans la mesure où cet impact dépend crucialement de la manière dont ceux-ci interprètent le comportement des irrationnels.

2.3. Les limites de la remise en cause de la théorie de l'efficience des marchés financiers

Plusieurs chercheurs se sont intéressés au sujet d'efficience des marchés financiers : Malkiel, Jensen, French et Roll. Ces chercheurs ont confirmé l'efficience de certains marchés des actions, obligations, options et matières premières dans les pays développés (Etats unis, Europe et Australie).

C'est ainsi qu'au fil du temps, les preuves scientifiques de la marche aléatoire des cours boursiers, se sont accumulées et que l'hypothèse d'efficience faible a progressivement fait son chemin et est devenue un véritable paradigme dans la communauté académique. Pourtant, cette conclusion ne fait plus l'unanimité de la communauté scientifique et elle est fortement contestée par les chercheurs relevant du nouveau paradigme comportemental, comme nous l'avons explicité ci-dessus.

Selon FAMA (1998), même si la littérature scientifique en finance semble mettre en évidence des anomalies en matière de taux de rentabilité à long terme, ces résultats ne remettent pas en cause l'efficience des marchés et ne permettent pas de rejeter cette hypothèse. D'ailleurs, le fait que l'on puisse constater aussi bien des sur-réactions que des sous-réactions du marché est un argument en faveur de l'efficience.

L'argument le plus fort en faveur de la théorie d'efficience des marchés financiers est le fait que les gérants professionnels n'arrivent pas à battre systématiquement le marché malgré tous les moyens d'analyses statistiques mis en œuvre. Certes des « anomalies » ont été mises en évidence, mais outre le fait que ces anomalies tendent à disparaître avec le temps, il semble bien qu'il soit impossible d'en tirer profit une fois pris en compte, notamment, les frais de transactions afférents à telles stratégies.

CONCLUSION

La théorie de l'efficience des marchés financiers correspond à la théorie de l'équilibre concurrentiel appliquée au marché des titres financiers. En effet, l'efficience suppose l'atomicité des agents et que les participants sont en concurrence active dans le but de réaliser des profits, de telle sorte qu'aucun d'entre eux ne puisse à lui seul influencer sur le niveau des prix qui s'établiront sur le marché. Du fait de la présence active d'un grand nombre d'opérateurs sur le marché, les écarts du prix observé par rapport à la valeur fondamentale vont décroître. De plus, si les prix ne reflètent pleinement l'information disponible, ils seront identifiés.

Le marché boursier marocain a fait l'objet d'un nombre limité des études concernant son efficience informationnelle et fonctionnelle. La quasi-totalité de ces études ont infirmé l'hypothèse de l'efficience du marché financier marocain au sens faible et semi fort ainsi qu'au sens fort bien évidemment. Mais ces recherches peu nombreuses face à une problématique cruciale dans les marchés financiers restent à notre point de vue très insuffisantes.

Le concept de la rationalité des agents, étroitement lié à l'hypothèse d'efficience et qui en est la base, est un concept clé aussi bien en finance qu'en économie. Elle est à la base de l'élaboration d'un grand nombre de modèles. Le modèle d'équilibre des actifs financiers (MEDAF) de SHARPE (1964) est l'un de ces modèles. Ce modèle, dominant de la finance classique depuis sa validation empirique, a été remis en cause vu qu'il existe plusieurs effets indépendants du risque de marché et qui affectent les rentabilités des titres. C'est ainsi, que des chercheurs ont proposé d'élaborer des modèles alternatifs qui tiennent compte de ces effets, ou au moins d'apporter les refontes nécessaires au MEDAF pour en tenir compte.

La remise en cause du concept de la rationalité par certains économistes et plus récemment, par certains financiers, a donné lieu à l'émergence de la finance comportementale qui se caractérise par l'intégration explicite de l'existence des agents dont le comportement n'est pas conforme au concept de rationalité traditionnel. Cette nouvelle voie de la recherche a pris le parti d'étudier le comportement réel des investisseurs, en adoptant d'autres critères que ceux utilisés dans une approche normative.

La finance comportementale, ayant pour objet d'étudier le comportement réel des investisseurs au niveau des marchés financiers, tient ses bases dans la psychologie sociale et cognitive et les disciplines qui leur sont connexes. Ces disciplines tentent de répertorier et d'expliquer les écarts entre la manière dont nous devrions tirer des conclusions à partir des informations disponibles, pour assurer au mieux leur validité ou leur infaillibilité, et la mise en pratique de ces informations. Les études sur les biais et les erreurs, dans le traitement de l'information, nous renseignent sur les éventuels défauts dans notre conception de la réalité et, en ce sens, elles nous renseignent sur notre rationalité limitée ou d'un point de vue catégorielle sur notre irrationalité.

L'apport de la finance comportementale à une meilleure compréhension du fonctionnement réel des marchés financiers est important. Toutefois, lorsqu'il s'agit d'élaborer une construction théorique, les tenants de la finance comportementale considèrent qu'à tout

moment une fraction significative des investisseurs en Bourse sont des individus suffisamment rationnels pour que la forme faible de la théorie d'efficacité des marchés rend adéquatement compte de leur comportement.

BIBLIOGRAPHIE

ABDMOULAH, W., (2010), « Testing the evolving efficiency of Arab stock markets », *International Review of Financial Analysis*, vol. 19, pp. 25–34.

AKTAS, N., (2004), « La finance comportementale : un état des lieux », *Reflets et perspectives de la vie économique*, 43.2, pp. 19-33.

ALBOUY, M., and DUMONTIER, P. (1992) « *La politique de dividende des entreprises* ». Presses Universitaires de France.

AL-KHAZALI, O., DING, D. et PYUN, C. (2007), « A new variance ratio test of random walk in emerging markets: a revisit », *Financial review*, 42, pp. 303–317.

Allais, M. « Le Comportement de l'Homme Rationnel devant le Risque : Critique des Postulats et Axiomes de l'Ecole Américaine », *Econometrica*, Vol. 21, No. 4 (Oct., 1953), pp. 503-546.

MARIE-LAURE et al. (2012) « *Méthodologie de la recherche en sciences de gestion* ». Edition © 2012 Pearson France.

ATRON, E. E. Simon, (2005) « *l'impact de l'annonce de bénéfices sur le marché financier français* », Thèse de doctorat.

BAKIR, K. (2002), « *L'efficacité des marchés financiers des pays émergents : l'exemple de la bourse de Casablanca* ». Université d'Orléans,
http://www.affi.asso.fr/uploads/Externe/13/CTR_FICHER_14_1226068148.pdf (consulté le 15/07/2017).

BANZ, Rolf W. (1981), "The relationship between return and market value of common stocks." *Journal of financial economics*, 9.1, pp 3-18.

BERNARD, V. L., et THOMAS, J. K., (1989) « Post-earnings-announcement drift: delayed price response or risk premium? », *Journal of Accounting research*, vol. 27, pp. 1-36.

BOYER, R. (2001), « *La Nouvelle économie au futur antérieur histoire, théorie, géographie* » CEPREMAP-ENS, CNRS, EHESS, N° 2001- 13.

BROWN, L., RICHARDSON, G. & SCHWAGER, S., (1987), « An information interpretation of financial analyst superiority in forecasting earnings », *Journal of Accounting Research*, Vol. 25, No. 1 (Spring, 1987), pp. 49-67.

BROWN, L.D., & HAN, J.C., (1992), "The impact of annual earnings announcements on convergence of beliefs", *Accounting Review*, Vol. 67, No. 4 (Oct., 1992), pp. 862-875.

BROWN, P., FOSTER, G. and NOREEN, E., (1985), "Security analyst multi-year earnings forecasts and the capital market", *Amer Accounting Assn*, No. 21, (Mar. 1985).

- CHAVAS, J., (2000), "On information and market dynamics: the case of the US beef market." *Journal of Economic Dynamics and Control*, 24.5, pp. 833-853.
- CHEN, N., ROLL, R., et ROSS, S., (1986), « Economic forces and the stock market », *Journal of business*, Vol. 59, No. 3 (Jul. 1986), pp. 383-403.
- CREMERS, K.M., (2002), "Stock return predictability: A Bayesian model selection perspective." *Review of Financial Studies*, 15.4, pp. 1223-1249.
- DANIEL, K.D., HIRSHLEIFER, D. et SUBRAHMANYAM, A., (1998), « Investor Psychology and Security Market Under- and Overreactions », *Journal of Finance*, 53, pp. 1839-1886.
- DE BONDT, W.F.M., et THALER, R., (1985), « Does the Stock Market Overreact? », *The Journal of Finance*, Vol. 40, Issue 3, pp. 793-805.
- DE LONG, B., et al. (1990), « *Noise Trader Risk in Financial Markets* », *Journal of Political Economy*, 98, pp. 703-738.
- DROZDA-SENKOWSKA, E. (1995) "La rationalité des inférences : quelques remarques sur la pertinence de ce concept dans les analyses psychosociales", *Les Cahiers Internationaux de Psychologie Sociale*, pp. 9-26.
- ELAWAD, Z. (1993), « *L'efficience du marché boursier marocain* ». Thèse de doctorat. Paris 9.
- EL KHATTAB, Y. et MOUDINE, C., (2014), « *Essai sur l'efficience informationnelle du marché boursier Marocain* », *Global Journal of Management and Business Research*, Volume 14, pp. 19-30.
- ENOWBI. et al. (2009), « Testing the weak-form market efficiency and the day of the week effects of some African countries. », https://mpra.ub.uni-muenchen.de/19116/1/MPRA_paper_19116.pdf (consulté le 07/08/2017).
- FAMA, E., et FRENCH, Kenneth R. (1993) « Fama-French APT three-factor model », *Journal of Financial Economics*, 33 (1993), pp 3-56.
- FAMA., E.F. et al., (1969), "The Adjustment of stock prices to new information", *International Economic Review*, February 1969.
- FAMA, E., (1991), « Efficient Capital Markets: II », *The Journal of Finance*, pp. 1575-1617.
- FAMA, E., MALKIEL, BURTON. G., (1970), « Efficient Capital Markets: A review of theory and empirical work », *The Journal of Finance*, pp. 383-417.
- FAMA, E. & FRENCH, K., (1996), "The CAPM is wanted, dead or alive", *The Journal of Finance*, 51.5, pp. 1947-1958.
- FAMA, E., (1998), "Market efficiency, long-term returns, and behavioral finance", *Journal of Financial Economics*, 49, pp 283—306.
- FAMA, E. (1965), « The behavior of stock-market prices », *The Journal of Business*, Vol. 38, No. 1 (Jan. 1965), pp. 34-105.

- FRENCH, K., (1980), « Stock returns and the weekend effect », *Journal of financial economic*, 8 (1980), pp. 55-69.
- FRIEDMAN, M., (1953) « *Essays in positive economics* », University of Chicago Press (1953).
- GIBBONS, M. & HESS, P., (1981), « Day of the week effects and asset returns », *Journal of business*, Vol. 54, No. 4 (Oct. 1981), pp. 579-596.
- GILLET, P., (1999), « *L'efficience des marchés financiers* », Economica, Paris.
- HARVEY, C.R., (1995), "Predictable risk and returns in emerging markets". *The Review of Financial Studies*, 8(3), pp. 773-816.
- HONG, H. et STEIN, J.C., (1999), « A Unified Theory of Underreaction, Momentum Trading, and Overreaction in Asset Markets », *The Journal of Finance*, 54.6, pp. 2143-84.
- HOOKER, M.A., (2004), "Macroeconomic factors and emerging market equity returns: a Bayesian model selection approach". *Emerging Markets Review*, vol.5, Issue4, Dec. 2004, pp. 379-387.
- JAQUILLAT, B. & SOLNIK, B., (1997), « *Marchés financiers : gestion de portefeuille et des risques* », 3^{ème} édition Ed. Dunod, Paris.
- JENSEN, Michael C., (1978) « Some anomalous evidence regarding market efficiency », *Journal of Financial Economics*, Vol. 6, Issue 2-3, pp. 95-101.
- KAHNEMAN, D, et TVERSKY, A., (1979), « Prospect theory: An analysis of decision under risk », *Econometrica: Journal of the econometric society*, Vol. 47, No. 2. (Mar., 1979), pp. 263-292.
- KAHNEMAN, D., & RIEPE M.W., (1998), "Aspects of Investor Psychology: Beliefs, preferences, and biases investment advisors should know about.", *The Journal of Portfolio Management*, Summer, pp. 52-64.
- LAKONISHOK, J., SHLEIFER, A. & VISHNY, R.W., (1994), "Contrarian investment, extrapolation, and risk", *The Journal of Finance*, Vol. 49, Issue 5, pp. 1541-1578.
- LEROY, S., (1989), « Efficient capital markets and martingales », *Journal of Economic literature*, Vol. 27, No. 4. (Dec., 1989), pp. 1583-1621.
- MAI, H.M., (1992), "*Prévisibilité des rentabilités boursières des actions françaises (1977-1990)*", Thèse de doctorat, Université Paris-Dauphine.
- MALKIEL, B.G., (2003), "The efficient market hypothesis and its critics", *The Journal of Economic Perspectives*, 17.1, pp. 59-82.
- MALLIARIS, A. et STEIN, J., (1999), « Methodological issues in asset pricing: Random walk or chaotic dynamics », *Journal of Banking & Finance* 23 (1999), pp. 1605-1635.
- MLAMBO, C. et BIEKPE, N., (2007), « The efficient market hypothesis: Evidence from ten African stock markets », *Investment Analysts Journal*, No. 66 (2007), pp. 5-17.

- MUTH, J.F., (1961), « Rational Expectations and the Theory of Price Movements », *Econometrica*, 29, pp. 315-335.
- RADNER, R., (1967), « Efficiency prices for infinite horizon production programmes », *The Review of Economic Studies*, Vol. 34, No. 1 (Jan., 1967), pp. 51-66.
- RAHAOUI, R., (2007), « L'efficience informationnelle du marché financier Marocain : L'impact d'un profit warning sur les cours boursiers », Mémoire Online, http://www.memoireonline.com/02/09/1969/m_L'efficience-informationnelle-du-marche-financier-Marocain-Limpact-dun-profit-warning-sur-les-cou10.html (consulté le 01/08/2017).
- ROLL, R. et ROSS, S.A., (1980), « An empirical investigation of the arbitrage pricing theory », *The Journal of Finance*, Vol. 35, No. 5. (Dec., 1980), pp. 1073-1103.
- ROSS, S., (2004), “*Neoclassical Finance*”, Princeton et Oxford, Princeton University Press.
- SIMON, H.A., (1987), « Making management decisions: The role of intuition and emotion », *The Academy of Management Executive*, (1987-1989), Vol. 1, No. 1 (Feb., 1987), pp. 57-64.
- SAMUELSON, P., (1965), « Proof that properly anticipated prices fluctuate randomly », *IMR; Industrial Management Review*, 6:2 (spring, 1965), pp. 41-49.
- SHARPE W., (1964), “Capital asset prices: a theory of market equilibrium under conditions of risk”, *Journal of Finance*, Volume 19, Issue 3 (sept. 1964), pp. 425-442.
- SHEFRIN, H. et STATMAN, M., (2000), « *Behavioral portfolio theory* », *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 35, pp. 127-51
- SHEFRIN H. And STATMAN M., (1985), “The disposition so Sell Winners Too Early and Ride Losers Too Long?”, *Journal of Finance*, 40, pp. 777-790.
- SHILLER, R.J., (1999), "Human behavior and the efficiency of the financial system", *Handbook of macroeconomics*, 1, pp.1305-1340.
- SHILLER, R., (1990), « Speculative prices and popular models », *The Journal of Economic Perspectives*, Vol. 4, No. 2 (Spring, 1990), pp. 55-65.
- SHILLER, R.J., (1981), "The use of volatility measures in assessing market efficiency." *The Journal of Finance*, 36.2, pp. 291-304.
- SHLEIFER, A., (2000), “*Inefficient markets: An introduction to behavioral finance*”. OUP Oxford.
- THALER, R., (1994), “*Quasi rational economics*”. Russell Sage Foundation.
- TRUEMAN, B., (1990), "On the incentives for security analysts to revise their earnings forecasts." *Contemporary Accounting Research*, 7.1, pp. 203-222.
- TVERSKY, A. and KAHNEMAN, D., (1974), "Judgment under uncertainty: Heuristics and biases", *Science*, 185.4157, pp.1124-1131.
- WALLISER, B., (1982), "Equilibres et anticipations", *Revue Economique*, Vol. 33, No. 4 (Jul., 1982), pp. 594-638.