

# La relation banque-entreprise : une approche comparée

Dorothée Rivaud-Danset \*

Maître de conférences, Université du Havre

**D**epuis le début des années 1980, la plupart des pays de l'OCDE connaissent une révolution financière sans précédent. Si dans les pays anglo-saxons titrisation et désintermédiation vont de pair, en revanche, en France notamment, la titrisation s'opère en relation étroite avec les intermédiaires financiers. On peut voir dans ces divergences, l'effet des usages, des conventions spécifiques de financement qui se sont établies dans chaque pays. La relation financière s'inscrit dans le cadre d'usages, de jugement portés sur la solvabilité, de normes et de repères communément partagés par la place financière et les emprunteurs, le champ de cette discipline sociale étant, jusqu'à ces dernières années, principalement national.

Cet article a précisément pour objet de montrer que les matériaux recueillis pour les cinq grands pays industrialisés (Etats-Unis, Royaume-Uni, Japon, France, République Fédérale d'Allemagne) autorisent la construction de deux configurations polaires, ou modèles, de la relation de crédit. Le modèle que nous avons appelé à l'acte <sup>1</sup> a émergé des observations des relations entre les banques et les grandes entreprises aux Etats-Unis, le modèle qualifié d'engagement s'est élaboré en privilégiant les matériaux concernant l'activité de crédit au Japon. La présentation de ces modèles se réfère, en outre, à celui de l'anonymat qui est propre au comportement de portefeuille sur le marché financier.

La relation de prêt associe des agents ayant des intérêts distincts —

\* La recherche dont est issu cet article a fait l'objet d'un document de travail du Groupement de Recherches « Institutions, Emploi et Politique Economique » (IEPE) et constitue une partie d'un rapport réalisé par l'Institut de Recherches Economiques et Sociales (IRES) pour le Commissariat Général au Plan. Les parties statistiques n'ont pas été reproduites ici. Mes remerciements vont aux participants au Séminaire de l'IEPE, à Janina Cohen, Noël Guibert, Robert Salais, Yves Ullmo ainsi qu'à plusieurs cadres de banques françaises pour leurs commentaires. Les erreurs sont de la responsabilité de l'auteur.

<sup>1</sup> L'expression « à l'acte » est empruntée à M. Castel et Y. Ullmo (1990). Pour caractériser les relations entre les banques et les entreprises aux Etats-Unis, le qualificatif usuel est celui de arm's length, susceptible d'être traduit par à distance.

l'emprunteur est intéressé par la rentabilité des capitaux empruntés, le prêteur est intéressé par la solvabilité du premier —, communiquant entre eux par de nombreux moyens non réductibles aux signaux de marché. La relation qui s'établit entre créancier et débiteur repose sur un ensemble d'opérations, plus ou moins standardisées, de construction d'un savoir qui ne sont pas réductibles à la transaction du marché néo-classique, instantanée, anonyme où l'existence de relations personnalisées, durables entre agents impliquant des coûts de construction de l'information et de négociation n'a pas de raison d'être. Or l'activité de crédit associe intimement deux notions, celle de la confiance et celle du temps. Le crédit ne s'identifie-t-il pas avec la faculté d'inspirer confiance pour une période plus ou moins longue ?

Sur ce marché spécifique, le taux d'intérêt n'a pas la capacité de synthétiser l'information et d'apurer le marché que possède le prix sur le marché canonique (*Stiglitz et Weiss, 1981*). Sur un marché de clientèle, le banquier perdrait sa réputation en s'engageant dans une discrimination par les prix (*Okun, 1981*). Le prêteur doit apprécier la qualité de l'emprunteur, investir dans la connaissance des besoins de son client et dans le suivi de son risque de défaillance. L'analyse du risque conditionne la négociation. Elle permet au prêteur d'évaluer la quantité de crédit et le prix — c'est-à-dire la prime de risque incorporé au taux d'intérêt — qu'il est prêt à offrir. Elle permet à l'entreprise d'évaluer la quantité qu'elle est prête à demander. Le traitement du risque requiert des compétences, des savoir-faire. Il fait appel à l'information et à la statistique. Dans le cas des prêts aux entreprises, c'est principalement par l'information que la banque identifie le risque, acquiert la sécurité, construit sa décision.

En outre, la relation de prêt implique des aspects importants de partage du risque. Le demandeur de capitaux peut préférer au marché financier l'établissement d'une relation de clientèle inscrite dans le long terme, comportant une valeur d'option qui s'attache à la poursuite du crédit et impliquant un certain partage et une prime de risque.

La littérature économique récente met l'accent sur l'importance de l'information et du contrôle du débiteur dans les activités financières. Elle montre que les systèmes financiers qui peuvent internaliser les externalités associées à la collecte de l'information et à la coordination du contrôle du débiteur sont susceptibles de supporter des taux d'endettement plus élevés (*C. Mayer, 1987*). Cet article entend montrer que les modes de construction de l'information, les représentations comptables de l'entreprise, les procédures de contrôle du débiteur impliquent des aspects importants de partage du risque, de traitement des tensions marchandes dont rendent compte les normes nationales d'endettement.

Les normes de solvabilité et de liquidité, les représentations comptables de l'entreprise, les règles de construction de l'information sont productrices d'effets pratiques. Elles permettent d'évaluer le risque dû à la personnalité du débiteur, d'organiser la négociation, la décision... Ces diverses opérations, constitutives des conventions de financement, exercent aussi, par leur rôle cognitif, de puissants effets logiques (*O. Favereau, 1982*). La convention de financement organise les attentes réciproques des offreurs et des demandeurs

de capitaux, coordonne des intérêts contradictoires et ainsi structure le champ des possibles, délimite les choix.

L'élaboration des modèles généraux que peut prendre la relation entre offreur et demandeur de capitaux repose sur plusieurs niveaux d'analyse (cf. tableau). Parmi ceux-ci, les modalités de construction d'un savoir occupent une place centrale. Le modèle à l'acte se caractérise par l'importance des opérations standardisées anonymes, ayant acquis une validité générale, permettant à l'institution financière de les imposer à de multiples agents qui devront présenter leur demande de financement conformément aux règles fixées. Le modèle d'engagement se caractérise par l'importance d'opérations constitutives d'un savoir, moins objectivées, moins soumises à des contraintes de standardisation et qui font appel à des modalités personnalisées, diversifiées, coûteuses d'acquisition et de traitement de l'information.

### **L'information et le risque**

La loi des grands nombres pour les banques, le comportement de portefeuille pour l'actionnaire, permettent de traiter l'apport de capitaux comme un risque, c'est-à-dire un événement aléatoire qui s'inscrit dans un cadre probabiliste (Knight, 1921). La façon dont se constitue l'information, en raison des coûts de son acquisition et de son traitement, est intimement liée au degré de dispersion du risque. Le comportement, dit de portefeuille, de l'offreur de capitaux sur le marché financier en est le paradigme. Le détenteur de titre n'a pas intérêt à investir dans la connaissance de l'entreprise et le marché financier délègue le savoir nécessaire à des institutions spécialisées chargées de mesurer la qualité du titre émis, fournissant ainsi une information collective, immédiatement disponible et aussi synthétique qu'un prix <sup>2</sup>.

107

Les comportements de diversification du risque bancaire diffèrent sensiblement selon les habitudes nationales <sup>3</sup>. La pratique du banquier principal répandue au Japon et en RFA conduit à une concentration du risque bien supérieure à celle que connaissent les banques américaines opérant à l'acte <sup>4</sup>.

La banque et l'entreprise qui optent pour une diversification élevée du risque s'efforcent de minimiser le coût de construction de l'information. Les sources d'information fournies par l'entreprise se limitent au minimum légal ou coutumier (rapport annuel aux actionnaires). L'information se construit

---

<sup>2</sup> « L'intermédiation assure la mutualisation du risque, fonctionne sur un principe d'information privative, fournit une liquidité privative par mutualisation des risques. Le marché transfère le risque sans le mutualiser, fonctionne sur un principe d'information collective, assure une liquidité collective » (Ullmo, 1988). Toutefois, en France en particulier, l'actionnaire est de plus en plus porteur de parts de SICAV ou de fonds commun de placement qui précisément assurent une mutualisation du risque.

<sup>3</sup> Des réglementations nationales définissent des ratios de diversification des risques bancaires. Au Japon et en Allemagne Fédérale, devant la montée de risques bancaires, les seuils de concentration des prêts sur un client ont été révisés au cours des quinze dernières années afin de les rendre plus contraignants.

<sup>4</sup> L'approche monographique de R. Reich fournit un exemple de diversification du risque bancaire, celui de la firme américaine Chrysler. Au moment de sa faillite, elle était endettée auprès de plus de quatre cents banques distinctes, elle avait également émis, pour des montants substantiels, du papier commercial et des obligations non amorties. Parallèlement, la Manufacturers Hanover Bank, bien que chef de file des banques créancières de Chrysler, considérait cette société simplement comme un de ses nombreux clients.

également à partir des analyses des agences spécialisées<sup>5</sup>. Les procédures de traitement avec la méthode des scores s'apparentent à celles du crédit à la consommation qui est distribué en fonction des techniques statistiques d'évaluation du risque, selon des procédures standardisées, à validité très générale. Le diagnostic privilégie le respect par l'entreprise de quelques ratios financiers clés.

La banque et l'entreprise qui optent pour une moindre diversification du risque consentiront, en revanche, à des dépenses importantes de construction, à usage partagé, de l'information. Le modèle d'engagement suppose que la personnalité de l'emprunteur étant acquise, l'information n'a plus pour objet la sélection des demandes de capitaux mais la construction d'un plan de financement, gage d'une relation durable. L'accès aux documents officiels est complété par un accès interne à l'information, reposant sur le dialogue, permettant d'éclairer la banque sur les pratiques, les projets de son client. L'acquisition de l'information est orientée de façon à fournir un diagnostic global des potentialités de l'entreprise. Les procédures de traitement également. Même si les modalités de traitement de l'information peuvent être soumises à des procédures strictes, la compréhension intime de l'entreprise favorise un traitement moins standardisé, moins préoccupé du respect des ratios financiers clés. La capacité d'expertise de la banque, ses connaissances sur le secteur d'activité assurent une qualité d'informations que l'entreprise pourrait difficilement acquérir auprès d'un tiers.

108

### ***L'information et le contrôle***

Les conséquences de l'imperfection de l'information sur le comportement des offreurs de capitaux ont été particulièrement étudiées par J.-E. Stiglitz. Dans les très grandes sociétés, ni l'actionnaire ni le petit prêteur n'ont intérêt à s'informer sur l'activité des dirigeants de l'entreprise, leur risque étant limité puisque diversifié, et le gain obtenu de l'exercice par un actionnaire d'un contrôle des dirigeants étant collectif<sup>6</sup>. Seul l'offreur de capitaux en situation de monopole aura intérêt à rassembler le maximum d'informations pour s'assurer que les gestionnaires agissent dans son intérêt. Mais cet offreur exclusif de capitaux devra supporter un risque considérable. Stiglitz entend ainsi démontrer qu'une participation plus systématique des banques au passif des grandes entreprises permettrait d'améliorer le système de contrôle des dirigeants (Stiglitz, 1985).

Des observations sur les relations entre la banque et l'industrie, il ressort que les conditions d'accès et les modalités de traitement de l'information sont

<sup>5</sup> Aux Etats-Unis, les agences d'évaluation financière sont les interlocuteurs privilégiés des entreprises cotées. Avec leurs analystes spécialisés par secteur d'activité, les agences d'évaluation apparaissent beaucoup mieux outillées que la majorité des banques américaines pour évaluer l'entreprise dans sa complexité.

<sup>6</sup> Les agences de rating, parce qu'elles produisent une information collective qui détermine le barème des titres émis sur les marchés financiers, exercent des pressions implicites, voire explicites, sur l'activité des dirigeants nord-américains pour que celle-ci soit conforme aux normes de gestion financière qu'elles ont retenues. Soulignant le pouvoir croissant des agences de rating, la revue *The Economist* estime que celles-ci définiraient les valeurs des ratios-clés qui doivent être respectées par les entreprises en référence aux valeurs calculées pour les grandes entreprises de la branche.

conditionnées par l'existence (l'absence) d'incitations à exercer un contrôle sur les orientations de l'entreprise. Ainsi, la présence de représentants de la banque au sein du conseil d'administration de l'entreprise cliente est très recherchée en RFA, en France et au Japon. Elle assure un flux régulier d'informations en direction de la banque. La forte présence bancaire au sein des conseils de surveillance des sociétés allemandes crée des liens privilégiés entre banques et entreprises. Hormis les cas de difficultés financières et de fusion-prise de participation où la banque « maison » (*Hausbank*) exerce un rôle décisif, sa contribution ordinaire est présentée comme celle d'un consultant, d'un conseiller en gestion soutenant la direction, tant que celle-ci agit « loyalement », favorisant la prévision par sa capacité d'expertise industrielle acquise précisément à partir des liens privilégiés noués avec quelques grandes entreprises<sup>7</sup>. Aux Etats-Unis, en revanche, le comportement des représentants des banques au conseil d'administration des entreprises clientes est décrit comme « schizophrénique », ceux-ci perdant leur qualité d'agent de la banque d'autant qu'ils peuvent faire l'objet de plaintes émanant des actionnaires s'ils utilisent, dans l'intérêt de leur banque, des informations recueillies au conseil d'administration de l'entreprise<sup>8</sup>.

### **Les représentations sociales du crédit**

Dans les représentations sociales associées au crédit, le dispositif de l'analyse financière occupe une place centrale. Ses règles d'estimation de ratios-clés, de solvabilité et de liquidité se sont inspirées des méthodes d'organisation et de standardisation développées dans l'industrie. Cet outil commode, d'un apprentissage facile, se présente comme une procédure essentielle pour construire au moindre coût une information conforme aux principes d'efficacité du marché canonique. Ce langage universel, au caractère normatif et statique se réfère au principe d'une structure optimale de bilan qui serait universelle et permanente, principe qui exerce des effets cognitifs très puissants.

Les limites de cette méthode sont aujourd'hui patentes pour les praticiens qui accompagnent l'analyse financière au minimum d'une analyse du marché

<sup>7</sup> J. Cable, économiste britannique, étudiant le système de financement des entreprises allemandes, constate que la dépendance de l'industrie par rapport aux banques entraîne un échange réciproque substantiel d'informations. Dans le cas d'un prêt bancaire direct, l'information qui doit être légalement fournie va bien au-delà de la pratique britannique. J. Cable y voit trois avantages : la participation de la banque permet de réduire les coûts de transaction pour que les décisions des dirigeants d'entreprise s'accordent avec les préférences des actionnaires ; le réseau bancaire favorise les fusions ; la banque fournit une expertise financière qui ne pourrait pas être simplement achetée (Cable, 1985).

<sup>8</sup> Le cas déjà cité des relations entre la Manufacturers Hanover Bank et Chrysler illustre le fait que la banque peut n'être ni outillée, ni incitée à traiter des informations confidentielles. Selon R.B. Reich, la banque avait l'habitude de traiter l'information de façon routinière, préoccupée du suivi des ratios financiers clés. En outre, l'information était organisée selon un découpage administratif (par Etat) et non par secteur d'activité. Pour une série de raisons, tenant en particulier à la fragmentation du système bancaire américain, la banque chef de file ne fut pas incitée à améliorer son information sur Chrysler. Manquant d'outillage, de capacité d'expertise, la banque fut inapte à traduire en plan de financement, en projet de modernisation, les informations d'ordinaire confidentielles dont elle disposa lorsque les difficultés de Chrysler furent à leur paroxysme. La Manufacturers Hanover Bank n'était pas incitée à organiser le sauvetage de Chrysler, leur relation n'étant pas inscrite dans la durée.

sur lequel se positionne l'entreprise et d'un jugement sur la qualité de ses dirigeants. Le besoin de construire une information moins parcellaire et statique de l'entreprise, la nécessité de disposer d'autres outils d'observation et de mesure dans un contexte où les marchés et les technologies sont très évolutifs s'expriment d'autant plus que, dans la conjoncture actuelle, les risques de défaillance des entreprises se sont éloignés.

Le dispositif cognitif de l'analyse financière, avec son principe d'une solvabilité intrinsèque, indépendante des conventions spécifiques du financement s'oppose à la nature éminemment conventionnelle de la solvabilité. « *Dans une économie capitaliste, la structure du passif des entreprises financières et non financières est l'exemple le plus net d'une convention voire même d'une mode, sujette à des états d'optimisme et de pessimisme et sensible aux pronostics* » (Minsky, 1975, p. 132). « *C'est l'usage qui indique d'après quels critères un débiteur doit être considéré comme solvable ou mis en faillite et l'usage évolue...* » (Bichot, 1982). C'est ainsi que la valeur optimale admise pour le ratio dette à moyen et long terme/fonds propres, cette clé de voûte de l'analyse financière, est passée récemment en France de l'unité à 0,5.

Enfin, comme le développe la partie suivante, les procédures standardisées de l'analyse financière s'opposent à la diversité des images, des représentations comptables que l'entreprise peut fournir, selon sa stratégie et selon les usages.

### **Images de l'entreprise et usages**

Le bilan, cette image simplifiée de l'entreprise, constitue le document central de l'analyse classique du risque. La double optique (patrimoniale, gestionnaire) qui marque le bilan, et plus généralement le système comptable, correspond au caractère contradictoire de l'usage de ces documents. La comptabilité d'entreprise fournit aux tiers, principalement au fisc et aux actionnaires anonymes, voire comme c'est le cas en France aux comptables nationaux, des documents dont l'élaboration est soumise à des règles juridiques, financières et fiscales. La comptabilité d'entreprise est également une nécessité pour les gestionnaires et les analystes financiers.

Il existe autant d'images possibles d'une entreprise que de destinataires et de stratégies<sup>9</sup>. L'entreprise s'efforce, notamment par ses pratiques de provision, d'apparaître pauvre aux yeux du fisc, riche aux yeux de son actionariat. La diversité des méthodes selon les destinataires se traduit dans certains pays par l'existence officielle de deux bilans, l'un appelé comptable ou fiscal, l'autre économique ou financier construit pour les actionnaires, selon des règles comptables théoriquement indépendantes des règles fiscales.

<sup>9</sup> Ces stratégies « d'images » se manifestent dès lors que l'entreprise admet une certaine taille, que les méthodes d'élaboration des comptes n'ont pas fait l'objet d'une stricte réglementation et que des options sont offertes aux experts-comptables. En France, la publication des comptes consolidés offre cette possibilité. « A la lecture des rapports annuels, il apparaît que les comptes consolidés deviennent un moyen de communication essentiel pour véhiculer l'information sur les groupes. Toutefois, en utilisant les options à leur disposition, les chefs d'entreprise présentent naturellement l'image la plus appropriée à leurs objectifs » notent en introduction J.L. Betriou et M. Vignolles dans un document au titre significatif « Politique d'image des groupes : choix des options de consolidation ».

L'optique économique et/ou financière conduit notamment à une évaluation moins restrictive des actifs et donc des capitaux propres, qui améliore l'allure du bilan et l'image de l'entreprise.

La diversité des pratiques comptables, handicap pour l'analyste financier et le statisticien préoccupé de corriger les différences afin de normaliser les comptes peut aussi être considérée comme un fait économique pertinent, intéressant en soi. La structure de bilan est le résultat d'opérations d'enregistrement et de mesure liées à des représentations sociales. Ces représentations sociales rendent compte des conditions d'existence des modèles à l'acte et d'engagement.

La comptabilité d'entreprise anglo-saxonne affiche son principe de transparence qui s'oppose à la constitution de réserve. Elle est préoccupée de rapprocher la valeur comptable de la firme de sa valeur boursière, dans la perspective d'une cession des droits de propriété sur le marché financier et non d'une liquidation. La grande diversité des pratiques comptables anglo-saxonnes masque une forte cohérence conceptuelle : la comptabilité d'entreprise véhicule une information nécessaire à l'efficacité du marché (financier). Les entreprises nord-américaines et britanniques ont et utilisent la possibilité de présenter deux bilans. L'absence de réglementation générale légale et l'indépendance vis-à-vis des règles fiscales s'agissant du bilan économique ont favorisé l'usage de méthodes comptables conformes aux besoins du marché financier <sup>10</sup>.

La liste des pratiques anglo-saxonnes possibles témoigne d'une volonté de donner une image de l'entreprise, valorisant la structure du bilan et les profits, conforme aux attentes de la communauté financière. Dans les pays anglo-saxons, la confiance dans les documents comptables adressés aux actionnaires a été propice à une analyse standardisée du risque bancaire. Les institutions de crédit ont pu ainsi construire, à un coût limité, une information élaborée pour sélectionner les demandes, transformer la menace de défaillance du débiteur en un risque inscrit dans un cadre probabiliste.

Pour les comptables d'entreprise français, allemands et japonais, l'actionnaire cesse d'être le destinataire privilégié. La prudence qui justifie la constitution de réserve prend le pas sur la transparence. Peu d'entreprises dressent une comptabilité dite économique, même lorsque les textes le stipulent, comme en Allemagne. Les actifs sont évalués selon la logique fiscale et patrimoniale, celle de la valeur la plus faible. Derrière les préoccupations — fiscales et patrimoniales — qui dominent les représentations comptables de l'entreprise, se profile un souci d'indépendance de l'entreprise, de flexibilité interne. Les comptables japonais se préoccupent d'utiliser au mieux les vastes possibilités de provisionner les amortissements et de constituer des réserves, afin de diminuer le bénéfice imposable mais aussi de le lisser (*Anguis, 1982*). Les provisions constituées par les entreprises allemandes, notamment au titre de la retraite des salariés, offrent également une grande souplesse de gestion

<sup>10</sup> Aux Etats-Unis, c'est la *Securities and Exchange Commission (SEC)*, équivalent de la *Commission des opérations de Bourse*, qui a le droit d'édicter des règles comptables. Récemment, celle-ci a autorisé un organisme privé, également chargé de surveiller les marchés financiers, à imposer ses normes aux sociétés cotées en Bourse.

(Kienast, 1980). L'analyste financier peut s'accomoder d'un bilan « opaque » lorsqu'il a accès à des circuits d'informations complémentaires (présence de représentants de la banque au conseil d'administration de l'entreprise cliente...). Cette constitution coûteuse d'un savoir<sup>11</sup>, à l'opposé du dispositif classique de l'analyse financière, participe de la constitution d'une relation durable propre au modèle d'engagement.

### **Le contrôle du débiteur**

Le suivi du débiteur rend également compte de l'existence des deux modèles de financement. Selon l'importance du risque encouru, selon la nature de la créance et les usages, la banque exigera de l'emprunteur des sûretés réelles et/ou personnelles, des cautions personnelles ou mutuelles. Afin d'acquérir la sécurité nécessaire, la banque complète ce dispositif de procédures plus ou moins formalisées lui permettant de contrôler son client. Tous les systèmes bancaires exigent des sûretés, le degré de formalisme des garanties requises décroissant avec la taille de l'entreprise, le degré d'exposition au risque et le rapport de forces entre la banque et l'entreprise<sup>12</sup>. En revanche, les modalités de contrôle d'un débiteur important sont susceptibles d'être très différenciées selon les pays<sup>13</sup>. L'observation des conventions de financement oppose deux procédures distinctes de contrôle du débiteur, celle du contrat américain et celle de la surveillance japonaise.

Le contrat américain, coûteux à établir lorsque le débiteur expose la banque à un risque jugé important, assure à cette dernière l'exercice *a priori* de droits de contrôle, dont ne dispose pas l'actionnaire minoritaire, qui permettent de mettre fin à la relation de crédit. Le système des clauses annexes au contrat cofidie très strictement les obligations du débiteur. Il établit la liste des informations que l'entreprise doit fournir pendant la durée du prêt. Il peut limiter la liberté des dirigeants en matière d'endettement, de distribution des dividendes... « *L'extrême rigueur des clauses "de Loan agreements" et des "Covenants" témoigne du fait que le suivi du banquier sur le client est très strict et qu'il peut aller jusqu'à ce qui passerait de plus en plus en France pour une immixtion dans la gestion* » (Dautresme, 1985). La liste, parfois très longue, des obligations du débiteur complète le dispositif d'acquisition de sécurité mis en place par la banque avec l'analyse financière et peut

112

11 (Du fait de la prudence des comptables et) « des très grandes possibilités de jeu comptable qu'autorise la législation, tous les analystes financiers allemands s'accordent à reconnaître que les sociétés disposent de réserves occultes très importantes. L'estimation du montant de ces réserves est l'une des tâches importantes à laquelle se livrent les analystes pour approcher la capacité bénéficiaire d'une société » (P. Kienast et M. Blaettchen, 1981, pp. 28-29).

12 Si l'emprunteur est une firme multinationale c'est lui qui dicte à la banque ses usages (pratique de la lettre de confort, ou simple engagement verbal).

13 Une autre dimension, relativement indépendante des précédentes, ne peut pas être développée dans ce cadre. Il s'agit du partage du risque, non pas entre l'emprunteur et le prêteur, mais au sein même du système bancaire. Par nature, l'intermédiation bancaire assure une mutualisation du risque de perte en capital. Toutefois, certains systèmes bancaires ont développé des procédures spécifiques de mutualisation du risque de perte en capital, avec l'existence d'institutions publiques, parapubliques, coopératives ou professionnelles, spécialisées dans les prêts à long terme dans l'industrie et dans les prêts aux PME. Ces institutions ouvrent aux banques commerciales qui s'y associent, des garanties de répartition du risque de perte en capital, des promesses de soutien étatique, assorties d'une expertise financière.

s'interpréter comme une garantie juridique. Le contrat américain contribue au maintien d'une relation défiante à l'acte, la banque disposant ainsi de repères qui lui permettent de se désengager, sans nuire à sa réputation, lorsque la qualité du débiteur se détériore.

Le banquier japonais exerce sur l'entreprise cliente un droit de regard étendu, aux contours imprécis. L'activité routinière de surveillance est marquée par des rencontres nombreuses entre la banque et son client qui vont de l'échange d'informations à l'échange de cadres. Certains usages, tels la présentation trimestrielle des comptes par la grande entreprise à ses principales banques, s'apparentent au traitement de l'actionnaire majoritaire, avec ce qu'il implique de partage du risque et du pouvoir (*J. Corbett, 1987*)<sup>14</sup>. Cette surveillance permet de connaître les besoins du client, de repérer ses difficultés avant qu'un défaut de paiement n'ait lieu. En internalisant l'information et en acceptant un certain partage du risque, ces modalités de contrôle qui relèvent du modèle d'engagement favorisent la coordination des anticipations, offrent des possibilités qu'exclut le contrat américain, d'amortissement des aléas conjoncturels et d'aide à la modernisation des entreprises en difficulté.

Des observations recueillies au cours des vingt dernières années 1974-1985 permettent de décrire, en termes peut-être idéalisés, les relations entre une grande entreprise japonaise et sa principale banque<sup>15</sup>. Si l'aléa était jugé conjoncturel, imputable à un écart par rapport aux prévisions, l'entreprise dont l'orientation était conforme aux attentes macro-économiques et dont le comportement vis-à-vis de la banque était « correct » savait que son besoin additionnel de fonds de roulement serait financé par la banque. Certes l'entreprise assurée d'obtenir de la banque un crédit d'exploitation conforme à ses besoins ne pouvait fournir en contrepartie une garantie de nature équivalente, mais elle était moralement engagée à se comporter conformément aux attitudes passées, c'est ainsi qu'elle ne devait pas de désendetter brutalement quand elle en avait les moyens et qu'elle ne pouvait pas refuser de servir d'intermédiaire financier auprès des PME avec lesquelles elle avait l'habitude d'opérer. La banque s'opposant éventuellement aux dirigeants de l'entreprise, ne traitait pas toute apparition d'un déficit d'exploitation comme un simple aléa de court terme sur la demande. La nomination, à la direction d'une entreprise en difficulté, de cadres de la banque symbolisait la nécessité pour l'entreprise de modifier son organisation (*Anguis, 1982 ; Reich, 1982 ; Corbett, 1987 ; Aoki, 1990*).

<sup>14</sup> (L'attitude de la banque japonaise en cas de faillite) « exprime une volonté ex ante de supporter les risques associés dans les autres pays à l'actionariat. Ceci ne s'explique pas par le fait, bien connu, que les banques détiennent des titres de leur client, puisque ces participations sont réduites et le plus souvent symboliques » (*J. Corbett, 1987, p. 3*).

<sup>15</sup> L'abondante littérature concernant les relations banque-entreprise au Japon tend à se focaliser sur le contrôle exercé en cas de faillite, s'inspirant en particulier du cas de la firme Toyo-Kogyo productrice des véhicules Mazda. Hormis la faillite, la banque est souvent présentée comme un partenaire silencieux (*Aoki, 1990*). L'approche comptable incite à mettre l'accent sur le soutien financier permanent qu'apporte la banque à l'entreprise. Les crédits bancaires de court terme ont financé le besoin en fonds de roulement de l'entreprise japonaise « moyenne », dans une proportion élevée et très supérieure à celle des autres pays (*Rivaud-Danset, 1990, d'après les statistiques financières de l'OCDE, sur la période 1978-1985*).

### **Le contrat néo-classique et la convention de financement**

L'intérêt suscité dans les pays anglo-saxons pour les relations de financement japonaises a conduit certains économistes à penser que de telles relations pourraient s'instaurer, en recourant au contrat néo-classique. Le contrat est entendu ici, au sens où l'emploient les économistes néo-classiques anglo-saxons, comme l'acte qui prévoit tous les états possibles, où l'énumération détaillée des droits et devoirs des contractants rend la relation entre les parties imperméable à l'aléa. Or l'énumération des états possibles sera incomplète par nature car la relation de financement se déroule dans le temps et incorpore le non-prévisible. La banque et l'entreprise ne sauraient régler à l'avance la liste des occurrences futures et celle des actes appropriés, des obligations de chacun, à l'instar de la relation de travail qui ne peut spécifier toutes les tâches que l'employé doit accomplir (*Salais, 1989*). Le contrat ne peut suppléer à la relation d'engagement parce qu'il n'est pas possible d'établir au préalable la liste des aléas et de dresser celle des issues potentielles (*Meyer, 1988*).

Dans la convention de financement, la relation n'est pas contractuelle selon la conception néo-classique. Elle est asymétrique, hiérarchique, comme le rappellent les mots « débiteur », « obligation ». La convention de financement associe des intérêts contradictoires mais qui ont besoin d'être ensemble pour être satisfaits (*Salais, 1989*). Elle coordonne implicitement des comportements éventuellement inintentionnels. L'engagement tend à rapprocher, réunir ces intérêts contradictoires et non à les délimiter comme le recherche le contrat néo-classique. La relation d'engagement a pour enjeu l'irréversibilité. Celle-ci est obtenue par la coordination des comportements, des projets qui n'ont pas été définis préalablement, en fonction d'une liste des états possibles. C'est la conformité *ex post* aux attentes, au comportement des autres entreprises, aux attitudes passées prenant appui sur l'établissement coûteux d'un réseau mutuel d'informations, qui assure la continuité de cette relation.

### **Le traitement du débiteur en crise**

Les études comparatives sur le financement des sociétés s'accordent pour considérer que le comportement de la banque face à la défaillance d'une grande entreprise débitrice constitue la variable la plus discriminante. Elles opposent les entreprises américaines que les banques traitent en cas de défaillance par la défiance, voire le désengagement, aux entreprises japonaises ou allemandes qui entretiennent des relations durables avec une banque et peuvent compter sur sa coopération<sup>16</sup>. Les banques américaines, bien qu'elles ne puissent quitter la place dans le cas d'un débiteur majeur, adoptent un comportement de défiance, proche de celui de la défection, par transfert du titre, qui caractérise le marché financier. Le rôle de la banque, chef de file du pool des créanciers, consiste principalement à éviter que les autres institutions n'abandonnent leur créance.

<sup>16</sup> Un test économétrique sur un échantillon très représentatif des entreprises japonaises en quasi-faillite montre que ce ne sont pas les ratios comptables mais les liens entre l'entreprise et la banque qui discriminent les entreprises sauvées de celles qui firent faillite (*Suzuki, 1985*).

Une opposition aussi forte a incité de nombreux auteurs de travaux sur les systèmes comparés de financement à se référer aux distinctions élaborées par A.O. Hirschman sur les comportements sociaux, lors de l'apparition d'une défaillance dans la qualité d'un bien ou d'un service. A l'opposition classique en sciences politiques entre le comportement de défiance (de l'absentionniste) et celui d'engagement (de l'adhérent à un parti politique), A.O. Hirschman propose d'ajouter le comportement de défection (*Exit*), propre à l'économie de marché. Pour A.O. Hirschman, l'engagement, par la prise de parole (*Voice*) suppose deux conditions, la loyauté et la menace de défection, le savoir étant supposé suffire à la prise de parole. En fait, les cadres cognitifs, le savoir du prêteur influencent de façon décisive sa capacité à prendre la parole.

Certes d'autres facteurs sont susceptibles d'influencer le comportement des entreprises et celui des offreurs de capitaux, en particulier ces derniers sont sensibles aux usages et aux procédures administratives, juridiques et financières liées à la défaillance du débiteur. Mais la capacité à prendre la parole au sens de A.O. Hirschman, à coordonner les anticipations des dirigeants et des salariés de l'entreprise, des créanciers, des institutions publiques, des clients et des fournisseurs de l'entreprise est étroitement associée aux procédures de contrôle. Le modèle à l'acte rend difficile l'appréciation rapide des causes de difficultés de l'entreprise et conduit celle-ci à être seule face à la prise de risque économique. La relation d'engagement permet de réduire les délais d'appréciation des difficultés, d'apporter, outre les concours financiers, des concours économiques qui aideront l'entreprise à se restructurer et rendront le réseau de fournisseurs/clients plus enclin à participer aux efforts de modernisation.

115

### ***L'aléa et la préférence pour la liquidité***

Après cette focalisation sur les ruptures dans la relation de financement, sur les moments de crise qui rendent les modèles sous-jacents moins opaques, il apparaît nécessaire de conclure par l'observation des comportements face à l'aléa, entendu ici comme l'écart à la prévision ou à la norme.

L'aléa menace en permanence la relation de financement. Tout inflexissement de l'évolution prévue de la demande se traduira bien avant la remise en cause des projets d'investissement par un gonflement des stocks et du besoin en fonds de roulement de l'entreprise qui peut excéder le crédit global d'exploitation dont elle dispose. Tout dépassement des coûts unitaires de production par rapport aux prévisions qui ne peut se répercuter dans les prix se traduira également par un gonflement du besoin en fonds de roulement.

L'aléa menace d'autant plus la relation de financement qu'il est difficile d'en connaître la cause, d'en prévoir la portée et de décider de son traitement. L'aléa peut être de nature conjoncturelle, traitable de façon routinière, ou de nature structurelle, impliquant des actes nouveaux. La capacité de traitement de l'aléa est au cœur de la relation de financement. Elle est fondamentale pour l'entreprise comme pour la banque afin d'éviter l'accumulation des dettes et l'irruption de la crise. La difficulté d'interpréter les déficits d'exploitation a mis en cause l'économie dite de découverts ou d'endettement. Il est admis que les

facilités de report sur les variables de financement, des déficits d'exploitation qui caractérisent l'économie d'endettement, ont contribué à retarder la perception des changements profonds dans l'organisation de l'entreprise (Gaffard, 1988). Le fait que les repères se soient modifiés — un seuil d'endettement se substituant au déficit d'exploitation — auraient permis de continuer à traiter de façon routinière, comme un aléa de court terme, un déficit d'exploitation qui devait s'interpréter comme un symptôme de crise.

La préférence pour la liquidité participe des difficultés à analyser l'aléa, à représenter le futur. Elle illustre le souci qu'a l'entreprise de s'assurer, par la détention d'un fonds de roulement, la sécurité et la flexibilité nécessaires, dès le quotidien. L'insistance actuelle sur la nécessité d'accroître les fonds propres des entreprises résulte certes du niveau élevé des taux d'intérêts réels mais constitue aussi une réponse aux exigences de flexibilité de l'appareil productif dans un environnement plus concurrentiel et plus incertain.

La préférence pour la liquidité sera d'autant moins élevée que la convention de financement relève du modèle d'engagement, admet une valeur d'option qui s'attache à la poursuite du crédit, dans le cas où la situation financière du débiteur se détériore. L'élasticité de l'offre de crédit de court terme procure aux entreprises une marge de manœuvre qui a le double avantage de faciliter le financement de la croissance et de favoriser la régularité de l'exploitation, la banque amortissant les tensions marchandes.

Dans le cas extrême où l'offre de crédit à court terme serait totalement élastique à la demande des entreprises, pour tout niveau d'activité macro-économique, sans variation d'intérêt, la préférence pour la liquidité perdrait sa raison d'être. C'est le cas polaire de l'économie de découvert défini par J.R. Hicks (1974, p. 51), qui s'oppose à celui de l'économie des ressources propres, autre situation particulière où le besoin de fonds de roulement de la firme est entièrement satisfait par ses ressources propres<sup>17</sup>. Le terme d'économie de découvert désigne pour J.R. Hicks la situation limite où la variation du besoin de fonds de roulement de la firme est intégralement financé par le crédit bancaire, sans variation du taux d'intérêt, les banques laissant leurs entreprises clientes utiliser librement leurs lignes de crédit. Commentant « ce cas d'école », O. Favereau ajoute : « Lorsque l'offre de monnaie est totalement élastique aux demandes de financement des firmes, de telle sorte que le taux d'intérêt est constant, ce sont donc les systèmes de représentation, conventions et anticipations des firmes et des banques qui assurent l'ajustement » (Favereau, 1982, p. 696)..

Chaque modèle a ses usages, son éthique de l'information et du contrôle, ses coûts de transaction. L'engagement dans une relation durable, avec valeur d'option, repose, en l'absence d'intervention publique, sur la construction d'une information commune et l'acceptation d'une surveillance du débiteur. Les acteurs du modèle à l'acte recherchent par des relations fortement

17 « Tout dépend, dans ce domaine, des modalités institutionnelles ; il nous semble néanmoins utile, de manière assez générale, de classer les entreprises (...) en deux secteurs : l'un qui satisfait les besoins de liquidités grâce à la détention d'actifs liquides, l'autre soutenu par une faculté d'emprunt automatique (ou apparemment automatique). Appelons-les respectivement secteur "des ressources propres" (auto-economy) et secteur "de découvert" (overdraft) » (Hicks, 1974, pp. 50-51).

## LA RELATION BANQUE-ENTREPRISE

codifiées, à minimiser l'interdépendance temporelle générée par la décision du crédit. L'externalité, l'objectivation des modes de collecte et de traitement de l'information, la délimitation des obligations du débiteur permettent à la banque de ne pas s'inscrire dans une relation personnalisée, susceptible d'entraîner un engagement moral en cas de défaillance du débiteur. De son côté, l'entreprise construit sa sécurité et sa flexibilité en privilégiant les fonds propres et en diversifiant les sources de financement externe.

L'internationalisation et l'innovation financière conduisent, aujourd'hui en France particulièrement, à des emprunts partiels de pratiques, d'usages qui relèvent de plusieurs conventions de financement, ayant chacune son système de coordination des comportements, ses formes de flexibilité. Les grandes entreprises françaises mettent en concurrence les banques, développent avec la titrisation les sources externes de capitaux et les possibilités de placement afin de profiter des occasions les plus attrayantes. Mais la relation de clientèle demeure. « *La (grande) banque américaine finance un projet, recherche le client jugé le meilleur par la communauté financière, sa décision s'apparente à un pari. En revanche, jusqu'au milieu des années 1980, le crédit en France s'inscrivait dans une relation routinière, personnalisée où la qualité de "bon client" se fondait sur la confiance acquise grâce au respect des engagements passés* » (entretien avec des cadres d'une grande banque française de dépôt, 1990). Ainsi, la pratique du contrat américain est étrangère aux usages des banques de dépôt françaises. En même temps, celles-ci multiplient leur offre de service et leur prise de participation industrielle. La fourniture d'un ensemble intégré de produits et de services — par opposition à la logique transactionnelle de la banque à l'acte — supposent que la banque investisse dans la connaissance des besoins et le suivi du risque global de leur client. Si limitées soient-elles, les prises de participation dans l'industrie pourraient dans cette optique symboliser l'intention de nouer des relations personnelles inscrites dans la durée.

L'internationalisation des capitaux conduit aussi à s'interroger sur le devenir du modèle d'engagement. Elle rend difficile le maintien d'écart de rémunération des capitaux à court terme, alors que les coûts de transaction élevés du modèle d'engagement ont eu, jusqu'ici, pour contrepartie l'accès à une épargne salariale, peu rémunérée. La nature domestique des relations qui caractérisent le modèle d'engagement et que symbolise la formule de « la banque maison » est-elle conciliable avec l'internationalisation bancaire ?

TABLEAU

	L'ANONYMAT	À L'ACTE	L'ENGAGEMENT
PROCÉDURES D'INFORMATION	Les sources .....	externe (cotation et notation)	externes et internes
SUR LA QUALITÉ DU DÉBITEUR	La relation .....	anonyme	personnalisée
	Le traitement .....	standardisé (éventuellement externalisé)	moins standardisé et internalisé
	L'usage .....	privé	privé (mais commun à la banque et à l'entreprise)
GARANTIES ET CONTRÔLE DU DÉBITEUR	Sûretés personnelles et réelles .....	présentes	présentes
	Le contrôle .....	absentes	implicite (la surveillance)
		ex-post, coûteux à exercer	organisée par le banquier principal
COMPORTEMENT DE L'APPORTEUR DE CAPITAUX (en cas de défaillance du débiteur)	La coordination interbancaire du contrôle .....	faible	
	le transfert du risque par cession du titre « Exil »	la défiance (conservation passive ou abandon de créance)	la participation (acceptation de nouvelles créances) « Voice »

\* Comportement de portefeuille de l'actionnaire.

# La Bourse d'Athènes

Vassilis Panaghos,

Maître de conférences, Université de Thessalonique

La question de l'efficacité des marchés financiers (*stock market efficiency*) ou — sous une forme quelque peu différente — du cheminement aléatoire (*random walk*) des cours boursiers a été au centre des discussions économiques, surtout en milieu académique, tout au long des années 1960 et 1970. Le chercheur américain E. Fama<sup>1</sup> était parmi les premiers à se pencher sur la question.

Certes, la théorie de *Random Walk* (marché au hasard) essaie d'interpréter le comportement des prix spéculatifs dès le début du xx<sup>e</sup> siècle. Elle est déjà présente dans les œuvres des chercheurs comme L. Bachelier (1900), H. Working (1934), J.-B. Williams (1938)<sup>2</sup>.

Avec le temps, le problème perd son premier intérêt. Une pléthore de travaux de recherche a démontré, sur les places les plus importantes du monde, la validation de la théorie des marchés efficients. Et, comme le souligne M. Jensen<sup>3</sup>, il n'existe pas d'autre théorie ou proposition économique ayant une telle validation empirique que celle de l'efficacité des marchés boursiers. L'intérêt, de nos jours, n'est plus l'addition d'une nouvelle preuve d'*efficiency* sur la liste déjà complète des travaux préexistants<sup>4</sup>, mais au contraire la recherche des formes et causes diverses d'inefficacité, ainsi que la proposition des méthodes alternatives de tests empiriques.

Pourtant, la théorie du marché efficace garde tout son intérêt quand elle s'applique aux marchés de taille petite ou moyenne (capitalisation et

119

\* Le rendement brut de 2,61 signifie que le placement d'une Drachme sur une action donnée au début de la période a apporté, après certains achats-ventes, une somme de 2,61 Drachmes.

1 Voir les œuvres de Fama E., « *Random Walk in Stock Market Prices* », *Financial Analysts Journal*, sept.-oct. 1965 ; « *Efficient Capital Markets : a review of theory and empirical work* », *Journal of Finance*, n° 25, mai 1970 ; *Foundations of Finance*, éd. B. Blackwell, Oxford, 1977.

2 Bachelier L., « *Théorie de la spéculation* », éd. Gauthier Villars, Paris, 1900, in Cootner P.H. (éditeur), *The random character of stock market prices*, éd. MIT Press, Cambridge, 1964, pp. 17-78 ; Working H. : « *An Random Difference Series for Use in the Analysis of Time Series* », *Journal of American Statistics Association*, n° 29, 1934 ; Williams J.B., *The Theory of investment value*, éd. Harvard Univ. Press, Cambridge, 1938.

3 Jensen M., « *Some anomalous evidence regarding market efficiency* », *Journal of Financial Economics*, n° 6/1978.

4 Pour une vue complète de la théorie du marché efficient, ainsi que des travaux de recherche existants, voir Leroy S.F., « *Efficient Capital Markets and Martingales* », *Journal of Economic Literature*, vol. XXVII, December 1989, pp. 1583-1621, et Guimaraes M., Kingsman B., Taylor S. (editors), *A Reappraisal of the Efficiency of Financial Markets*, éd. Springer-Verlag, Berlin, 1989.

transactions faibles)<sup>5</sup>. D'autant que ces marchés ne focalisent pas l'attention des scientifiques, d'où le manque d'études sur ce sujet. C'est le cas de la Bourse d'Athènes. La recherche de son efficacité présente un intérêt supplémentaire et, cette fois-ci, pour les épargnants (grecs ou étrangers, individus ou institutions). Dans les dernières années, 60 à 65 % des capitaux investis à la Bourse d'Athènes sont étrangers, surtout communautaires.

La Bourse grecque, en grande expansion ces deux dernières années, est caractérisée par le milieu financier international comme une place très prometteuse. Il est donc important de savoir de quelle manière se forment les cours sur ce marché, car l'« efficacité » détermine la stratégie des investisseurs et dicte les méthodes ou techniques utilisées pour approcher le marché et analyser les prix. Le marché efficace exclut par définition toute forme de surgains.

Or le but de ce travail est de répondre à la question : « La Bourse d'Athènes est-elle efficace ? » Nous allons aborder cette question en appliquant des techniques connues sur des données boursières (45 actions et indices de prix), pendant la période 1980-1989.

---

## DÉFINITION, FORMES ET TESTS DE VALIDATION DE L'EFFICACITÉ DES MARCHÉS

---

120

La théorie du marché efficace adopte comme hypothèse de départ l'idée que toute l'information disponible (ou pas), dès qu'elle arrive sur le marché, est immédiatement incorporée dans les cours ; les prix donc reflètent pleinement (*fully reflect*) toute l'information disponible ; et, en partant, recherche la vitesse et la qualité de réaction du marché face aux nouvelles informations.

A partir de cette approche, E. Fama propose l'appréhension de la théorie du marché efficace sous trois formes, selon l'extension ou le raffinement de l'analyse et le traitement de l'information<sup>6</sup>.

### **La forme faible (weak form efficiency)**

Sous cette forme, la théorie prétend que les changements successifs des prix historiques (*returns*) des actions se comportent comme un processus stochastique purement aléatoire.

Sur le marché de *weak form efficiency*, les investisseurs se trouvent dans l'impossibilité de prévoir les valeurs futures des actions à partir des informations incluses dans l'évolution (variations) des prix et le volume de transactions passées. Ils ne peuvent donc « battre le marché » en s'appuyant

<sup>5</sup> De tels marchés, ainsi que des actions individuelles ayant des transactions faibles, se caractérisent par un certain degré de dépendance entre les changements successifs des prix (*returns*) et donc par une certaine inefficacité. Voir Girmes P.H., « Random Walk process for 543 stocks and shares registered on the London Stock Exchange », *Journal of Business Finance and Accounting*, vol. 2, Spring 1975.

<sup>6</sup> Fama E., *Efficient Capital Markets*, op. cit. Voir aussi Keane S., *Stock Market Efficiency : theory, evidences, implications*, éd. Allan P., Oxford, 1985, pp. 10-11.

à des stratégies basées sur des données (prix, transaction, *trend*) historiques.

Les principaux tests statistiques de validation du marché au hasard les plus utilisés sont les tests d'autocorrélation des rendements des actions. L'efficacité du marché se caractérise par l'existence des coefficients de corrélation nuls ou non significatifs entre les prix  $R_{t+s}$  et  $R_t$  (rendements de deux moments différents de la période de référence).

Les processus stochastiques <sup>7</sup> (stationnaires) purement aléatoires (telles les séries comprenant des données boursières) sont des (sous) martingales. Il est démontré <sup>8</sup> que celles-ci représentent une qualité spécifique : le ratio de la variance des rendements cumulés de la période  $n$ ,  $\text{Var}(r_{t+n})$ , sur la variance des rendements successifs,  $\text{Var}(r_t)$ , est fonction linéaire de  $n$ , c'est-à-dire de la période sur laquelle les rendements sont cumulés. L'existence d'une non-linéarité dans la fonction de variance des rendements cumulés implique l'inefficacité du marché, car elle suppose la présence d'une autocorrélation significative des rendements.

Les tests paramétriques (comme les tests d'autocorrélation) ne peuvent déceler que les dépendances linéaires. C'est pour cela que l'on utilise des tests complémentaires non paramétriques, comme les tests de runs et les tests de filtres, afin de pouvoir détecter des formes de dépendance non linéaire. Dans ce travail, et pour tester l'efficacité de la Bourse grecque, nous allons appliquer les deux catégories de tests.

### **La forme semi-forte (semi-strong form efficiency)**

Sous cette forme, la théorie du marché efficient accepte que les prix s'ajustent automatiquement et instantanément aux informations nouvellement publiées. L'information neuve et soudaine peut revêtir des formes diverses, telles que annonces ou publications des résultats annuels des entreprises (profits-dividendes), émission ou attribution (gratuite) de nouveaux titres, rachat ou fusion d'entreprises, OPA, changements de taux d'intérêt ou de la masse monétaire, remplacements d'équipes de direction ou changements de majorité des actionnaires à l'assemblée générale des entreprises.

Le processus automatique d'ajustement des prix aux informations publiées (et disponibles à tous) rend impossible leur usage au but d'obtenir des profits (sur-values) excessifs sur le marché.

Si, après un premier ajustement, nous retrouvons sur le marché des mouvements significatifs de hausse ou de baisse de prix, ce qui signifie qu'un certain nombre d'investisseurs ont, avec retard, reçu ou interprété l'information venue, on doit douter du degré d'efficacité du marché <sup>9</sup>.

<sup>7</sup> Pour les caractéristiques des séries chronologiques voir Phipps L., Blome R. Vander-Berge C., Dor E., « Analyse Chronologique », éd. De Boeck, séries Ouvertures Economiques, 3<sup>e</sup> édition, Bruxelles, 1987.

<sup>8</sup> Pour la variance des rendements cumulés, voir Cochrane J.H., « How Big is the Random Walk in GNP », Journal of Political Economy, n° 96, mai 1988 ; Poterba J.M. et Summers L.H., « Mean Reversion in Stock Prices : evidence and implications », Journal of Financial Economics, n° 22/1988 ; Lo A. et McKinlay C., « Stock market prices do not follow Random Walk : evidence from a simple specification test », Review of Financial Studies, vol. 1, n° 1, spring 1988.

<sup>9</sup> Firth M., « The Efficiency Market Theory », in Firth M. et Keane S., Issues in Finance, éd. Allan P., Oxford, 1986, p. 8.

Plusieurs techniques testent le processus d'ajustement des prix au nouvelles informations. Nous en avons choisi deux : le test de moyens (des rendements) et la technique du CAR<sup>10</sup> (*Cumulative Average Residual*).

### **La forme forte (strong form efficiency)**

Dans sa troisième forme, la théorie du marché efficient élargit encore son champ d'action en comprenant dans l'analyse l'information non disponible à tous, ou l'information privilégiée. Il est clair que de telles informations offrent à ceux qui les possèdent la possibilité de les exercer sur le marché avant le grand nombre d'investisseurs et d'en tirer profit.

Tester l'efficacité des marchés financiers sous sa forme forte, c'est voir si quelques investisseurs, surtout institutionnels, qui par nature ont accès, de manière plus ou moins facile, régulière, importante et à temps, à des informations privilégiées, peuvent, avec les équipes de spécialistes dont ils disposent, obtenir des rendements supérieurs.

C'est ainsi que l'on analyse les rendements des Fonds communs de placements afin de pouvoir les comparer avec le rendement du marché. La présence systématique d'écart entre les *returns* des *Mutuals Funds* et celui du marché laisse des doutes sur l'efficacité du marché en question, ou bien sur l'efficacité de gestion des dirigeants des *Mutuals Funds*.

Le modèle connu de Jensen<sup>11</sup> qui permet ce genre de tests n'est pas applicable au marché grec car les *Mutuals Funds* existants présentent des rendements beaucoup plus faibles que ceux du marché.

122

---

## **ANALYSE DES RÉSULTATS OBTENUS : WEAK FORM EFFICIENCY...**

---

Les tests de validation du marché efficient s'appuient sur l'analyse des rendements hebdomadaires de 45 actions et de l'indice général de prix de la Bourse d'Athènes dans la période allant de janvier 1980 à juin 1989 (494 semaines). Les séries chronologiques de rendements hebdomadaires constituent le point de référence de nos analyses.

### **Les tests de variance des rendements cumulés**

Nous avons constaté, d'après les résultats obtenus, que la variance (moyenne de 45 actions et celle de l'indice général des prix) n'est pas constante ; elle varie en fonction du décalage de temps. Cette première constatation crée des doutes à l'égard de l'efficacité de notre marché. Savoir si ces premiers doutes sont bien fondés, c'est attendre l'analyse complémentaire des coefficients

<sup>10</sup> Cobbaut R., *Théorie Financière*, éd. Economica-Gestion, Paris, 1987, pp. 202-204.

<sup>11</sup> Pour le modèle CAPM de Sharpe, Lintner, Treynor, Jensen, voir Jaquillat B. et Solnik B., *Les marchés financiers et la gestion de portefeuille*, éd. Dunond, Paris, 1983, pp. 122-140 ; Jensen M. « Tests of capital market theory and implications of the evidence, in Bicksler J. (editor), *Handbook of Financial Economics*, éd. North-Holland, Amsterdam, 1981, pp. 135-162.

d'autocorrélation. Avant de procéder à cette analyse, donnons plus d'informations concernant les variances cumulées :

— Les rendements hebdomadaires et bi-hebdomadaires, ainsi que les rendements de quatre et cinq ans présentent des autocorrélations négatives. Les rendements intermédiaires (de 4 à 156 semaines) ont des autocorrélations positives.

— Le comportement du marché (indice général des prix), en ce qui concerne la variance des rendements cumulés, est identique au comportement moyen de 45 actions de notre échantillon.

— L'interprétation économique de ces comportements est la suivante : tous les quinze jours il y a à la Bourse d'Athènes des fluctuations autour d'une tendance générale qui dure en principe trois-quatre ans. Au début de la quatrième année (tous les quatre ans par extension) se produit sur le marché grec un renversement de tendance <sup>12</sup>.

### **Les tests d'autocorrélation des rendements**

L'analyse précédente des variances a mis en lumière l'existence d'un certain degré de corrélation, de dépendance donc, entre les rendements des actions. La question est de savoir si l'autocorrélation donnée influence l'efficacité du marché et laisse aux investisseurs une large marge de manœuvres (stratégie basée sur l'évolution historique des prix) afin de prévoir les prix et rendements futurs. Les résultats obtenus nous aiderons à y répondre :

123

a) Les coefficients d'autocorrélation de tous les degrés (de 1 à 260 semaines) prennent des valeurs relativement basses, étant données la taille et l'idiosyncrasie de la Bourse d'Athènes. Des autocorrélations constatées (moyenne de 45 actions de l'échantillon), les plus importantes sont : — 6,8 % des rendements hebdomadaires, et + 8,6 % des rendements de six mois. Les plus faibles : — 1 % des rendements bi-hebdomadaires, et — 4 % des rendements annuels.

b) Cette constatation (niveau d'autocorrélation bas) se confirme davantage par la distribution des coefficients d'autocorrélation (630 au total, de tous les degrés) :

— 44,3 % des coefficients d'autocorrélation se situent symétriquement entre 0 et  $\pm 0,05$  ;

— 77,3 % entre 0 et  $\pm 0,10$  ;

— 95,1 % entre 0 et  $\pm 0,20$ .

Seuls 4,9 % des coefficients d'autocorrélation dépassent la valeur de  $\pm 20$  %. L'ensemble de 630 coefficients se trouve dans les limites de  $\pm 2$  écarts types (6,3 % des coefficients  $\geq 2$  STD).

c) L'analyse qui précède (points a et b) nous permet de soutenir que les rendements présentent entre eux une relation de dépendance plutôt faible ; mais elle ne nous permet pas d'accepter entièrement l'hypothèse de l'indépendance des rendements, et ceci parce que la plupart des coefficients d'autocorrélation sont statistiquement significatifs ; les tests de runs que l'on a

<sup>12</sup> Poterba J.M. et Summers L.H., Mean Reversion in Stock Prices, op. cit.

effectué montrent l'existence d'un certain degré de dépendance non linéaire : 20 sur 45 actions, ainsi que l'indice général des prix, ont des statistiques significatives.

d) La dépendance des rendements que l'on a détecté n'est pas jugée capable d'estomper l'efficacité du marché grec. Le niveau de prédictabilité des rendements futurs que les coefficients significatifs permettent n'est pas important : il se situe entre 4,22 % et 7,9 %. Cela signifie qu'un très faible pourcentage (moins de 8 %) de variation des rendements futurs est inclus dans l'évolution des rendements passés. Il est donc évident que « battre le marché » avec des stratégies fondées sur les mouvements historiques des prix paraît difficile.

e) En comparaison avec d'autres places étrangères, la Bourse d'Athènes ne paraît pas moins efficace ; citons quelques chiffres <sup>13</sup> :

*Coefficients d'autocorrélation (à degré, valeurs moyennes) :*

— rendements hebdomadaires : France — 0,049 ; Grande-Bretagne — 0,055 ; Allemagne 0,056 ; Belgique — 0,088 ; Suisse — 0,022 ; USA 0,038 ; Grèce — 0,068 ;

— rendements bi-hebdomadaires : France — 0,050 ; Grande-Bretagne — 0,005 ; Allemagne 0,038 ; Belgique — 0,019 ; Suisse — 0,063 ; USA 0,053 ; Grèce — 0,001 ;

— rendements mensuels : France — 0,012 ; Grande-Bretagne — 0,020 ; Allemagne 0,058 ; Belgique — 0,022 ; Suisse — 0,017 ; USA 0,009 ; Grèce — 0,015.

124

### **Les tests des filtres**

Il s'agit des tests non paramétriques qui essaient de détecter des formes de dépendance non linéaire entre les rendements des actions. La technique des filtres est simple : on achète quand les cours montent de x % (le filtre) d'un « creux » précédent, afin de vendre quand les prix glissent de x % du dernier « sommet » constaté (sur la courbe de l'évolution des prix). Cette stratégie permet, selon les partisans de la méthode technique <sup>14</sup>, des gains supérieurs à ceux qu'une stratégie naïve (acheter au début de la période considérée, garder et vendre à la fin de cette période) pourrait assurer.

L'application de la méthode des filtres (de 5 %, 10 %, 20 % et 30 %) sur 10 actions de la Bourse d'Athènes durant la période de janvier 1987 à juin 1989, a donné des résultats qui confirment son efficacité :

— l'application de filtres a quatre fois seulement (sur 40) permis l'obtention des gains légèrement supérieurs à ceux du marché : 2,61 contre 2,51, 2,36 contre 1,92, 5,53 contre 3,13 et 4,49 contre 3,13 \* ;

— les frais des transactions (1 % ici) exercent une influence négative sur la rentabilité de la méthode des filtres et la rend presque inapplicable (non rentable) ;

— le facteur de coût de transaction est déterminant ; on ne peut pas le

<sup>13</sup> Jaquillat-Solnik, op. cit., p. 37.

<sup>14</sup> Alexander S., « Price Movements in Speculative Market. Trends or Random Walk ? », *Industrial Management Review*, n° 1/1961 et 2/1964.

mettre de côté, en augmentant par exemple la largeur des filtres. La réduction des transactions, avec des filtres plus larges, diminue certes les frais, mais elle ne laisse pas de grandes chances aux investisseurs de bénéficier des changements de tendance ;

— bien que le nombre de filtres et des actions ne permette la déduction de conclusions définitives, les premiers indices sont pourtant clairs et nets : la Bourse d'Athènes résiste à la technique des filtres ne permettant pas des surgains à ses usagers.

---

### **...ET SEMI-STRONG FORM EFFICIENCY**

---

Rappelons que le marché efficient, sous sa forme semi-forte, assimile instantanément les informations nouvelles et les fait refléter sur les cours des actions, de sorte que, fonder une stratégie sur les informations juste arrivées au marché n'est pas le meilleur moyen d'obtenir des rendements excessifs.

Pour tester cette forme d'efficacité, nous avons choisi trois informations — faits économiques — capables d'influencer le comportement des investisseurs et de les attirer comme acheteurs ou vendeurs sur le marché :

1. distribution de dividendes ;
2. publication des résultats obtenus (profits),
3. émission de nouvelles actions.

125

#### **Distributions de dividendes**

La vérification de la dépendance des rendements par de petits ou de grands dividendes (distribués ou attendus) est donnée à la fois sur les tests des moyens des rendements constatés avant et après l'annonce du dividende, et la méthode de la régression linéaire, en vérifiant la fonction :

$$R_i = a + bRd_i + u$$

où :  $R_i$  = le rendement de l'action  $i$

$Rd_i$  = le *divident yield* de l'action  $i$

(Les  $R_i$  et  $Rd_i$  de 34 actions de notre échantillon sont des moyens calculés sur la période 1980-1989).

##### a) Tests de moyens

D'après les résultats obtenus, les différences des moyennes des rendements (45 actions durant le trimestre qui précède l'annonce des dividendes distribués et ce qui suit) ne change pas l'image déjà connue de l'efficacité du marché grec. Peu de différences sont significatives (31 sur 405, soit 7,65 %) ce qui signifie que les dividendes distribués influencent légèrement les rendements des actions.

##### b) Méthode de régression ( $R_i = a + bRd_i + u_i$ )

La régression des rendements sur les rentabilités des dividendes de trois catégories d'actions nous a donnés les résultats suivants :

— actions à rendement élevé :

$$R_i = 29,54 + 0,710 Rd_i \quad (R^2 = 0,262)$$

(6,24)      (0,39)

— actions à rendement moyen :

$$R_i = 26,65 + 0,126 Rd_i \quad (R^2 = 0,118)$$

(2,32)      (0,109)

— actions à rendement faible :

$$R_i = -3,115 + 1,245 Rd_i \quad (R^2 = 0,476)$$

(6,26)      (0,434)

Ces résultats semblent confirmer la constatation déjà faite, à savoir que les dividendes distribués influencent légèrement les changements successifs des cours. En effet, les variations des *returns* ( $R_i$ ) sont expliquées de 26,2 % à 43,4 % ( $R^2 = 0,262$  et  $0,434$ ) par les variations des *dividend yields* ( $Rd_i$ ).

D'autre part, les coefficients « b » indiquent que les actions ayant un rendement faible ou élevé sont plus sensibles aux variations des *dividend yields* ( $b = 1,245$  et  $0,710$ , face à un  $b = 0,126$  des actions au rendement proche de la moyenne). Ce qui signifie que la rentabilité de dividendes constitue, par elle seule, un facteur capable d'influencer le comportement des investisseurs.

Le problème qui se pose est de savoir si l'on peut fonder une stratégie sur les dividendes (espérés ou déjà distribués) afin de prévoir les rendements futurs des actions et obtenir des gains élevés. La réponse en est que les marges de prédictibilité sont relativement restreintes afin de permettre l'usage d'une telle stratégie. Le rendement moyen de la période (1980-1989) se situe à 22,48 % par an, dont 26,2 % à 43,4 % (5,8 % à 9,7 % du rendement total) peut être attribué à la rentabilité de dividendes. Ainsi 6 % à 10 % à peu près de l'évolution des rendements annuels des actions sont dus à l'évolution des dividendes.

En plus, l'absence de signification statistique des coefficients de détermination ( $R^2$ ) et des coefficients betas (à l'exception du  $b = 1,245$  des actions à rendements bas) affaiblit, si elle ne l'annule, la dépendance existante entre les dividendes distribués et le rendement des actions.

### **Annnonce officielle des résultats**

L'application du même test, avec le ratio P/E (cours sur profits par action) à la place de  $Rd_i$  ( $R_i = a_i + bP/E_i + u_i$ ), nous a donné les résultats :

— actions à rendement élevé :

$$R_i = 47,08 - 0,586 P/E_i \quad (R^2 = 0,143)$$

(6,726)      (0,476)

— actions à rendement moyen :

$$R_i = 26,305 - 0,099 P/E_i \quad (R^2 = 0,051)$$

(6,726)      (0,476)

— actions à rendement faible :

$$R_i = 25,804 - 1,371 P/E_i \quad (R^2 = 0,391)$$

(6,749)      (0,569)

La conclusion, d'après les résultats précédents, reste la même : légère (inexistante presque) influence des profits (P/E ratio) sur les rendements des actions. Mais il est intéressant de remarquer au passage que les profits et les dividendes sont ensemble de 27 à 50 % « responsables » des (grands ou petits) *returns* des actions ; ils expliquent dans une grande mesure l'évolution de rendement :

— actions à rendement élevé :

$$R_i = 31,635 - 0,110 P/E_i + 0,644 R_{d_i} \quad (R^2 = 0,265)$$

(6,606)      (0,623)      (0,558)

— actions à rendement moyen :

$$R_i = 26,834 - 0,011 P/E_i + 0,120 R_{d_i} \quad (R^2 = 0,118)$$

(2,453)      (0,172)      (0,145)

— actions à rendement faible :

$$R_i = 5,110 - 0,472 P/E_i + 0,938 R_{d_i} \quad (R^2 = 0,494)$$

(6,528)      (0,895)      (0,737)      (D.W. = 1.115)

Pour le groupe d'actions ayant des rendements faibles, la Bourse d'Athènes semble permettre des prévisions puisque les profits et les dividendes insuffisants sont à moitié ( $R^2 = 50\%$ ) responsables de la mauvaise évolution de leurs rendements ; d'autant plus que les coefficients betas, proches à l'unité, montrent que les rendements sont sensibles, réagissent c'est-à-dire à chaque changement des *dividends yields* et des ratios P/E. Pourtant les paramètres de la régression multiple, n'étant pas statistiquement significatifs, posent des problèmes de confiance aux résultats présentés ci-dessus.

127

### **Emission de nouvelles actions**

Nous allons utiliser ici encore la technique connue du test des moyens et la méthode du CAR.

a) Test de moyens

Dans la période allant de janvier 1987 à juin 1989, 16 entreprises grecques ont procédé à l'augmentation de leur capital sociétaire en émettant de nouvelles actions, payées ou gratuites (revalorisation de certains éléments de leurs actifs).

Nous avons testé 19 cas d'émission en recherchant la différence existant entre les deux moyens de rendements : avant et après l'annonce officielle de l'émission. Nous avons trouvé peu de différences significatives :

— 1 sur 19 (5,26 %) pour les rendements d'une période de 4 mois (2 mois avant et 2 mois après l'annonce de l'événement), et

— 2 sur 19 (10,52 %) pour les rendements de trois mois (1 mois avant et 2 mois après l'annonce de l'émission).

La distribution (ou attribution gratuite) de nouvelles actions ne paraît pas capable d'influencer le rendement des actions.

b) La méthode du *Cumulative Average Residuals* de la régression :

$$\text{Log}R_i = a_i + b_i \text{Log}R_m + U_i$$

Il est pourtant logique de penser que la distribution ou l'attribution de

nouvelles actions exercent une influence sur les cours, dans la mesure où les investisseurs cherchent des actions (anciennes) pour avoir le droit de participer à l'émission. Au fur et à mesure que l'information arrive sur le marché, la demande accrue pousse les prix vers le haut. Comment peut-on savoir que cette influence sur les prix est due à l'événement attendu de l'émission et non pas à d'autres paramètres du marché ? On cherche la réponse par l'intermédiaire de la méthode du CAR.

Nous avons étudié 7 actions durant une période de 80 semaines : 40 avant et 40 après l'annonce officielle de l'émission de nouvelles actions. Les résultats obtenus indiquent que la Bourse d'Athènes assimile progressivement l'information venue sur le marché et la fait refléter dans les cours. Tout au long de la période de 40 semaines avant l'annonce de l'émission, la somme cumulée des résidus prend une valeur qui augmente avec le temps et qui est supérieure à celle que les paramètres ( $a_i + b_i R_m$ ) du marché dictent. Juste après l'annonce et durant les 40 semaines suivantes, la somme des résidus de la régression connue prend une valeur qui varie de manière aléatoire autour de la moyenne  $E(U_i)$ . Il est donc vain de chercher au marché grec les rendements excessifs en s'appuyant sur les annonces officielles d'émission de nouvelles actions.

Instituée en 1876, la Bourse d'Athènes est inspirée par le modèle français. Il s'agit donc d'une Bourse publique dont les règles de fonctionnement sont fixées par l'Etat, à la seule différence que le monopole des négociations n'appartient plus aux Agents de change. La loi 1806/88 a institué les sociétés boursières, membres de la Bourse, auxquelles elle a attribué le droit de faire des opérations pour le compte de leur clientèle, mais aussi pour leur propre compte. C'est ainsi qu'a été introduit dans la pratique financière grecque le principe des marchés anglo-saxons, connu sous le nom de *market making*.

Un second marché, pour les entreprises moyennes qui ne peuvent pas être cotées au marché officiel, existe depuis janvier 1990. Cinq sociétés y sont cotées actuellement. L'institution d'une Bourse régionale à Thessalonique est dans le programme de Gouvernement.

Le nombre de sociétés cotées au marché officiel a évolué durant les dernières années de la façon suivante : 116 sociétés cotées en 1985 et 1986, 119 en 1987, 123 en 1988 et 1989, 145 en 1990.

#### Quelques chiffres caractéristiques de la Bourse d'Athènes

*Rentabilité du marché* (évolution de l'indice général des prix) :

- 22,48 % : taux moyen annuel durant la période de janvier 1980 à juin 1989 (taux d'inflation moyen annuel : 20 %) ;
- 83,08 % : taux moyen annuel de la période de juin 1985 à juillet 1990 (inflation 18-20 %) ;
- 64,3 % : en 1989 (inflation 18-20 %) ;
- 127,83 % : du 2 janvier au 17 décembre 1990 (inflation 22-23 %).

*Ratio P/E* (moyen 45 actions période 1/1980-6/1989) : 8,28

*Paramètres  $b$  (beta) et  $R^2$*  (même échantillon d'actions, même période) :  $b = 0,843$  (1,516 et 1,386 pour des actions à beta élevé, 0,274 et 0,269 pour des actions à beta faible),  $R^2 = 0,32$ .

*Volume de transactions* (en milliards de DRs) : 61,58 en 1987, 49,13 en 1988, 94,59 en 1989, 930 en 1990 (jusqu'à la fin novembre).

*Liquidité du marché* : les dix premières sociétés cotées représentent 48,7 % de la capitalisation boursière du marché d'Athènes.

*Capitalisation boursière* (en milliards de DRs) : 113 en 1985, 156 en 1986, 566 en 1987, 633 en 1988, 997 en 1989, 2 214 en 1990 (fin novembre).