

Essai sur l'efficience informationnelle du marché boursier marocain

Chourouk Moudine¹ and Younes El Khattab²

¹ Université Hassan II - Mohammadia

Received: 16 December 2013 Accepted: 1 January 2014 Published: 15 January 2014

Abstract

The informational efficiency is a topic that animated the debate between financial theorists. The richness and diversity of works that have attempted to study the efficiency reflect the great interest granted by the academic and professional community to this theme. The starting point for efficient market hypothesis is information. In fact, it is according to the nature of information (past, public or non-public) considered that the form of efficiency is determined. Eugene FAMA distinguishes between three forms of efficiency (weak form, semi-strong form, and strong form). The first two forms were generally validated by econometric tests. The third form remains controversial and difficult to verify. In Morocco, the issue of stock market efficiency is a current topic which deserves to be studied. Through this article, we set three main objectives: to test the informational efficiency of Casablanca Stock Exchange, to determine the elements affecting this efficiency and to propose measures to improve it.

Index terms— informational efficiency, box-jenkins method, random walk, pockets of inefficiency.

1 Younes El Khattab ? & Chourouk Moudine ?

Résumé-L'efficience informationnelle est un sujet qui a animé le débat entre les théoriciens de la finance. La richesse et la diversité des travaux qui ont essayé d'étudier l'efficience, reflètent le grand intérêt accordé par la communauté académique et professionnelle à ce thème. Le point de départ de la théorie de l'efficience est l'information. En fait, c'est en fonction de la nature des informations (passées, publiques, ou non publiques) prises en considération que la forme de l'efficience se détermine. On arrive donc à la classification de FAMA qui scinde l'efficience en trois formes (faible, semi-forte et forte). Les deux premières formes ont été généralement validées par des tests économétriques. La troisième forme reste controversée et difficilement vérifiable. Au Maroc, la problématique de l'efficience informationnelle du marché boursier constitue un sujet d'actualité qui mérite d'être étudié. tester l'efficience informationnelle de la place casablancaise, déterminer les éléments qui influencent cette efficience et proposer les mesures susceptibles de l'améliorer.

2 Introduction

a problématique de la transparence des marchés financiers est devenue, plus que jamais, un sujet d'actualité qui occupe le devant de la scène internationale. Le monde académique s'est intéressé au sujet dans le cadre de la théorie de l'efficience informationnelle. Cette théorie revête une importance extrême, dans la mesure où elle permet d'étudier le niveau de transparence des marchés financiers, ainsi que leur capacité à intégrer fidèlement l'ensemble des informations diffusées.

Constituant le noyau dur de la théorie financière stipule que le prix observé sur le marché reflète au mieux la valeur fondamentale du titre. Dans ce contexte, le marché peut jouer efficacement son rôle d'allocation des ressources vers les emplois les plus productifs. On peut dire donc que la condition de base pour une bonne allocation de fonds sur le marché est l'existence de l'efficience informationnelle que nous lui consacrons ici l'intégralité de notre article. Il est à signaler que cet article se focalisera essentiellement sur les marchés boursiers et plus particulièrement les marchés d'actions, vu que ces derniers ont constitué pendant longtemps un champ

3 I. DÉFINITION DE L'EFFICIENCE INFORMATIONNELLE ET CONDITIONS THÉORIQUES NÉCESSAIRES À SA VÉRIFICATION

43 fertile pour les études visant à tester la validité de la théorie de l'efficience. Au Maroc, la problématique de
44 l'efficience informationnelle de la bourse de Casablanca a constitué depuis quelques temps un sujet d'actualité
45 suscitant l'intérêt d'un grand nombre d'académiciens et de professionnels du monde de la finance. La place
46 boursière casablancaise a fait preuve d'un grand dynamisme entre début janvier 2004 et mi-mars 2008. La
47 progression du MASI, qui est le principal baromètre de la place, a même atteint en 2006 le seuil exceptionnel
48 de 71,6%. Ce rythme de croissance ininterrompue n'a pas manqué d'inquiéter les différents acteurs du marché,
49 aboutissant ainsi au déclenchement d'un cycle baissier qui dure depuis cinq ans.

50 Ainsi, l'objectif de notre article sera de mettre l'accent sur la théorie de l'efficience informationnelle, tout en
51 éclaircissant les liens qui peuvent exister entre l'efficience d'un marché boursier et son organisation. Nous nous
52 focaliserons bien évidemment sur le cas marocain pour lequel nos deux préoccupations majeures seront de tester
53 l'efficience de la place boursière casablancaise, et de répondre à la problématique suivante : quel est l'impact de
54 la structure organisationnelle de la bourse de Casablanca sur son efficience informationnelle ? Quelle explication
55 peut-on donner à la tendance baissière actuelle de la L place ? Et quelles sont les mesures susceptibles d'améliorer
56 l'efficience du marché boursier marocain ?

57 Le présent article sera scindé en deux principales parties. La première partie se focalisera sur la définition du
58 concept d'efficience informationnelle, en présentant ses trois principales formes ainsi que les tests correspondant
59 à chaque forme. L'accent sera mis aussi sur l'organisation des marchés boursiers et l'influence qu'elle peut
60 exercer sur l'efficience informationnelle. La deuxième partie étudiera empiriquement l'efficience informationnelle
61 de la bourse casablancaise, tout en déterminant l'impact de ses caractéristiques organisationnelles sur son
62 efficience. Enfin, on va conclure par la présentation d'une panoplie de mesures susceptibles d'améliorer la qualité
63 informationnelle de la place. a) Présentation de la théorie de l'efficience informationnelle et détermination de
64 ses fondements théoriques En général, un marché boursier efficient est un marché qui intègre correctement et
65 intégralement l'ensemble des informations disponibles concernant chaque actif financier coté. Eugène FAMA a
66 décortiqué le concept d'efficience informationnelle en distinguant entre trois formes d'efficience (faible, semi-forte
67 et forte), chaque forme a ses propres repères et références. L'étude de la théorie de l'efficience informationnelle
68 et de ses fondements théoriques ne peut pas être effectuée sans mettre l'accent sur le lien étroit qui existe entre
69 efficience et organisation. En effet, la deuxième conditionne la première. Ce lien étroit se concrétise à travers
70 un ensemble d'éléments qui relèvent de la microstructure des marchés boursiers. Ainsi, cette partie va traiter
71 et analyser la théorie de l'efficience informationnelle en la mettant en relation avec l'organisation des marchés
72 boursiers.

73 3 i. Définition de l'efficience informationnelle et conditions 74 théoriques nécessaires à sa vérification

75 La définition de l'efficience informationnelle a évolué avec les apports des différents théoriciens. La plus simple
76 des définitions étant celle reprise par FAMA en 1965: « Un marché financier est dit efficient si, et seulement si,
77 l'ensemble des informations disponibles concernant chaque actif financier coté sur ce marché est immédiatement
78 intégré dans le prix de cet actif ». En termes de fonctionnement du marché, une définition souvent utilisée est
79 proposée par JENSEN (1978): « Par rapport à un ensemble donné d'informations, un marché est efficient s'il est
80 impossible de réaliser des profits en échangeant sur la base de cet ensemble d'informations », le terme (profits)
81 désignant dans ce cadre des rendements positifs nets de tout coût. Autrement dit, pour JENSEN, les marchés
82 efficients ne permettent pas aux investisseurs de réaliser des gains supérieurs à la moyenne sans accepter de
83 prendre des risques supérieurs à la moyenne. Toutefois, le caractère très peu opérationnel de l'efficience suggérée
84 par FAMA a rapidement été souligné au niveau de la construction de tests empiriques. En effet, la possibilité
85 de réaliser ces tests est subordonnée à la définition préalable de l'ensemble des informations considérées comme
86 disponibles. Par conséquent, l'analyse de l'efficience du marché boursier va essentiellement consister à mesurer
87 les degrés de rapidité et de cohérence avec lesquels le marché intègre chaque ensemble particulier d'informations
88 dans le prix des actions . 2 La théorie de l'efficience informationnelle reste vérifiable sous cinq conditions,
89 qui constituent son principal fondement théorique. Il s'agit de : i) la rationalité des investisseurs, ii) la libre
90 circulation de l'information et la réaction instantanée des investisseurs, iii) la gratuité de l'information, iv)
91 l'absence de coûts de transaction et d'impôts de bourse, et v) l'atomicité des investisseurs et la liquidité . Ainsi,
92 suite aux travaux de FAMA en 1970, la mise en place de graduations dans l'ensemble d'informations a abouti à
93 définir l'efficience informationnelle suivant trois formes progressives : la forme faible affirme qu'il est impossible
94 d'exploiter l'historique des cours pour prévoir la valeur future d'un actif financier, la forme semi-forte stipule qu'il
95 n'est pas possible de tirer profit des informations publiques au moment de leur révélation, tandis que la forme forte
96 indique que la détention d'informations confidentielles ne permettra pas la réalisation d'un profit spécifique sur
97 les marchés boursiers. Cette classification initiale a été ensuite légèrement modifiée par FAMA (1991) en raison
98 de l'abondance des travaux portant sur l'étude empirique du concept d'efficience. En effet, à chaque catégorie
99 d'efficience FAMA a associé une nouvelle dénomination. Pour l'efficience faible, il parle de tests de prévisibilité
100 des rendements. Pour l'efficience semi-forte, il parle de tests événementiels. Et enfin pour la forme forte de
101 l'efficience, il parle de tests sur l'information confidentielle. . Cependant, la plupart des conditions nécessaires
102 à une totale et parfaite efficience sont difficilement réalisables sur un plan réel. Donc les plus transparents
103 des marchés boursiers internationaux ne peuvent que tendre vers ces conditions sans pour autant les remplir

complètement. Par conséquent, les hypothèses relatives à la théorie de l'efficience informationnelle restent des points de repère libres de Il est clair maintenant que le raisonnement rigide qui se base sur la vérification de la conformité d'un marché boursier aux hypothèses de la théorie de l'efficience, dans leur sens strict, ne peut pas être pratique ni utile. C'est pour cela que FAMA a scindé l'efficience en trois catégories, en proposant pour chaque catégorie des tests permettant de l'infirmier ou de la confirmer.

ii. Les trois formes de l'efficience informationnelle FAMA a donné à l'efficience informationnelle un caractère progressif en la scindant en trois formes : faible, semi-forte et forte. La validation de chacune de ces trois formes nécessite le recours à une panoplie de tests qu'on peut classer dans trois grandes catégories : les tests de prévisibilité des rendements, les tests événementiels, et les tests sur l'information confidentielle.

4 ? La forme faible de l'efficience informationnelle

La forme faible de la théorie de l'efficience consiste à énoncer que le prix actuel d'un actif financier est totalement indépendant de l'ensemble des informations concernant ce titre, publiées dans le passé. On ne peut donc, d'après l'hypothèse faible de la théorie de l'efficience, utiliser l'ensemble des informations passées 4 Les modèles ARIMA permettent de combiner trois types de processus temporels : les processus autorégressifs, les processus intégrés et les moyennes mobiles pour tenter de prévoir l'évolution du prix d'un actif au futur. Autrement dit, aucun investisseur ne sera capable de se baser sur des informations historiques pour effectuer une opération lui permettant de profiter d'une plus-value sans subir le risque correspondant.

Dans le cadre de la validation de l'efficience informationnelle dans sa forme faible, deux principaux outils peuvent être utilisés pour tester la prévisibilité des rendements: le processus ARIMA, ainsi que la méthode de Box et Jenkins. Ces deux outils économétriques permettent de trouver un modèle restituant le mieux possible le comportement d'une série chronologique, aboutissant ainsi à la confirmation ou l'infirmation de l'existence d'une marche au hasard des séries de rentabilités.

Paris, 2002, pp 240-243.

. Dans le cas le plus général, un modèle ARIMA combine les trois types de processus aléatoires. La contribution de chacun d'eux étant précisée par la notation ARIMA(p,d,q), où p est l'ordre du processus autorégressif AR(p), d le degré d'intégration d'un processus I(d) et q l'ordre de la moyenne mobile MA(q). Dans ce qui suit, on va procéder à une présentation de ces trois processus.

Dans un processus autorégressif d'ordre p, AR(p), l'observation présente Y_t est générée par une moyenne pondérée des observations passées jusqu'à la p-i ème période sous la forme suivante : $t p t p t t t y y y ? ? ? ?$
 $+ + + + = ? ? ? \dots 2 2 1 1$ Avec $p ? ? ? , \dots, , 2 1$ sont des coefficients à estimer positifs ou négatifs et $t ?$ est un bruit blanc $6 q t q t t t t y ? ? ? ? ? ? = ? ? ? ? ? ? \dots 2 2 1 1$

. Dans un processus de moyenne mobile d'ordre q, MA(q), chaque observation Y_t est générée par une moyenne pondérée d'aléas jusqu'à la q-i ème période : Dans ce processus, tout comme dans le modèle autorégressif AR, les aléas sont supposés être engendrés par un processus de type bruit blanc.

Avant de présenter le processus intégré, il importe de définir d'abord la notion de la stationnarité d'une série chronologique. En effet, une série chronologique est dite stationnaire (au sens faible, ou stationnaire tout court), si son espérance et sa variance sont constantes ($[] m Y E t =$ et $[] 2 ? = t Y V$

), et si les covariances ne dépendent pas du temps, mais simplement de l'écart k entre les périodes considérées, ($[] k k t t Y Y ? = + , cov$

). Ceci implique que la série ne comporte pas de tendance, et plus généralement aucun facteur n'évoluant avec le temps.

On arrive maintenant à la définition du processus intégré. Par définition, un processus est intégré d'ordre 1, noté I(1), si la série des différences premières 7

6 Un processus de bruit blanc est une suite de variables aléatoires de même distribution et mutuellement indépendantes. Ce terme est emprunté à la physique faisant référence au spectre de la lumière blanche. 7 La série des différences premières est déduite en appliquant la relation suivante : cette étape concerne la décomposition de la série chronologique selon les trois types de processus en spécifiant les trois paramètres p, d et q du modèle ARIMA(p,d,q). Le paramètre d correspond au nombre de différenciations effectuées pour rendre la série stationnaire. Les corrélogrammes, graphiques de la fonction d'autocorrélation 8 et de la fonction d'autocorrélation partielle 9 -L'estimation : le logiciel «Eviews 5» permet d'estimer les coefficients du modèle dont on a identifié les paramètres au préalable dans l'étape précédente.

, permettent selon leurs aspects d'identifier correctement les paramètres q et p.

Le diagnostic : on doit vérifier dans ce cadre que les résidus du modèle présentent le caractère d'un bruit blanc.

On rappelle, enfin, que le modèle ARIMA associé à la démarche de Box et Jenkins seront utilisés ultérieurement dans la deuxième partie afin de tester la forme faible de l'efficience informationnelle de la bourse de Casablanca.

5 La forme semi-forte de l'efficience informationnelle

La forme semi-forte de la théorie de l'efficience postule que l'ensemble des informations disponibles, concernant un actif financier, est intégré dans le prix de ce titre à l'instant même où ces informations sont rendues publiques. Il n'existe donc aucun décalage temporel entre le moment où l'information est dévoilée et le moment où celle-ci

est intégrée dans les cours. Dans ces conditions, aucun intervenant ne sera capable de tirer parti des informations publiques pour réaliser un profit spécifique sur les marchés boursiers.

Sur le plan empirique, la validation de l'hypothèse de l'efficience informationnelle semi-forte passe par la mesure de la vitesse d'ajustement des cours à l'annonce d'une nouvelle information. Plus la vitesse de réaction du marché à une information non anticipée est importante, plus son degré d'efficience est élevé. A partir de la moitié des années 60, les études dites «d'événement» (event studies) 10 La fonction d'autocorrélation (FAC) est la fonction notée se sont K^k qui mesure la corrélation de la série avec elle-même décalée de k périodes.

La -La deuxième catégorie : regroupe les mesures de performances des OPCVM 11 En réalité, l'utilisation des informations confidentielles comme une source de réalisation de profit sur le marché boursier est appelée délit d'initié, ce dernier est interdit par toutes les réglementations boursières. 12 GILLET Philippe, L'efficience des marchés financiers, Economica, Paris, 1999, p 97. 13 Organismes de placement collectif en valeurs mobilières, c'est-à-dire des

6 iii. Efficience informationnelle et organisation des marchés boursiers

La bourse est un lieu de confrontation entre l'offre et la demande des investisseurs, or cette confrontation ne peut pas se faire convenablement sans l'existence d'un marché structurellement organisé, capable d'orienter les fonds vers les emplois les plus productifs. Sur le plan informationnel, l'organisation du marché boursier conditionne la capacité des cours à s'ajuster d'une manière appropriée pour incorporer tous les flux d'informations parvenant sans arrêt à la connaissance des intervenants, ce qui ne peut que confirmer le rapport étroit qui existe entre l'efficience informationnelle et la microstructure des marchés.

Ainsi, l'efficience informationnelle d'un marché boursier reste conditionnée par l'existence d'une structure organisationnelle cohérente qui se base sur les piliers suivants : -Un organisme de contrôle performant, capable de contrôler la fiabilité et la qualité des informations circulant au sein de la bourse. Cet organisme doit disposer de tous les outils réglementaires nécessaires pour mener à bien ses fonctions.

-Un mode d'organisation de transactions efficace, permettant une rencontre aisée et peu coûteuse entre l'offre et la demande, avec des transactions effectuées au juste prix.

-Un niveau optimal et raisonnable de coûts de transaction, favorisant l'apparition de prix qui se rapprochent le plus possible de la valeur réelle des actifs cotés.

A travers cette première partie, on a présenté les soubassements théoriques de l'efficience. On a aussi mis l'accent sur l'organisation des marchés boursiers et l'influence qu'elle peut exercer sur l'efficience informationnelle. La partie qui suit, se focalisera sur le cas marocain, en mettant l'accent sur la problématique de l'efficience informationnelle de la bourse de Casablanca. 1 ? ? = ? t t t

7 LMASI LMASI LMASI

Après avoir stationnarisé notre série, on passe maintenant à l'analyse du graphique de la fonction d'autocorrélation et celui de la fonction d'autocorrélation partielle afin de déterminer les paramètres du modèle ARIMA. 16 Differency Stationary. 17 . Le modèle se présente donc comme suit : $t t t c b$ LMASI a LMASI ? ? + + + ? = ? ? ? 1 1 1 1

Avec : c est une constante ; $1 a$ et $1 b$ sont deux coefficients à estimer ; $t ?$ est un bruit blanc.

? Etape 2 : l'estimation des coefficients du modèle L'estimation 18 des coefficients du modèle, à l'aide de «Eviews 5», a abouti aux résultats ci-dessous:

Essai Sur L'efficience Informationnelle Du Marche Boursier Marocain Le modèle spécifié ci-dessus, ne correspond pas à une marche au hasard. Ceci implique le rejet de la forme faible de l'efficience informationnelle pour le marché boursier casablançais. Les deux autres formes (semi-forte et forte) sont donc systématiquement rejetées et, par conséquent, il n'est plus intéressant de les tester.

Essai Sur L'efficience Informationnelle Du Marche Boursier Marocain Les résultats du test sont en totale conformité avec la tendance générale de la bourse de Casablanca entre début janvier 2004 et mi-mars 2008.

Cette période a enregistré une croissance soutenue du principal indice de la cote (MASI) de l'ordre de 278%. Le Price Earning Ratio (PER) 19 confirme aussi la cherté de la place. En effet, le PER du marché boursier marocain s'est établi à 32,1 à fin 2006 et à 28,5 en juin 2007 (selon les statistiques du Fonds Monétaire Arabe), soit le niveau le plus élevé par rapport à l'ensemble des bourses arabes et même occidentales. Le tableau suivant met l'accent sur les principaux secteurs qui ont tiré le PER de la place vers le haut : 19 Le PER est égal au cours de l'action rapporté au bénéfice par action. Source : Upline Securities Après plus de quatre années de croissance ininterrompue, la bourse de Casablanca est entrée, à partir du deuxième trimestre 2008, dans une longue phase de correction. La tendance globalement baissière qui a caractérisé les cinq dernières années, peut être expliquée par plusieurs facteurs à la fois conjoncturels et structurels.

Sur le plan conjoncturel, la baisse du marché boursier a coïncidé avec l'éclatement, en 2008, d'une série de scandales qui ont déstabilisé les investisseurs créant un climat de suspicion non à l'investissement en bourse (soupçons de ventes à découvert 20 , scandale de fuite d'informations du système de cotation et irrégularités 21 commises par quatre sociétés de bourse 22 lors de l'introduction de la CGI 23). La tendance baissière de la place casablançaise traduit également la perte de confiance des investisseurs sous l'effet psychologique des perturbations

224 qui ont marqué l'environnement économique et financier international au cours des cinq dernières années (crise
225 financière, crise des dettes souveraines, plans d'austérité et spectre d'une récession généralisée dans les principales
226 économies développées). Les craintes des investisseurs, notamment étrangers, sont alimentées aussi par l'instabilité
227 politique qui règne dans la région MENA 24 Sur le plan structurel, la tendance baissière enregistrée par la bourse
228 de Casablanca traduit la méfiance et l'inquiétude des investisseurs vis-à-vis d'un marché boursier structurellement
229 surévalué. En effet, les investisseurs ont estimé que la croissance du marché avait atteint son pic en mars 2008,
230 ce qui a préparé les depuis 2011. Par ailleurs, le contexte économique national difficile, marqué par l'aggravation
231 des déficits jumeaux, démotive les grands investisseurs et les rend peu actifs sur le marché, ce qui tire la place
232 boursière vers le bas. 20 Affaire impliquant la société de bourse CFG.

233 **8 21**

234 Le non-respect des procédures de collecte des fonds auprès des clients, notamment, les institutionnels étrangers.
235 22 Safa Bourse, Attijari Intermédiation, BMCE Capital Bourse et Upline Securities. 23 Compagnie Générale
236 Immobilière. conditions d'une baisse qui était censée, en principe, mettre fin à la déconnection entre les
237 fondamentaux des sociétés cotées et leur niveau de valorisation boursière.

238 Ainsi, l'indice MASI a perdu 37% de sa valeur entre mi-mars 2008 et fin décembre 2012. Influencé par cette
239 tendance, le PER de la place casablancaise a baissé progressivement durant les cinq dernières années pour s'établir
240 à 15,1 25 A la lumière de ce qui précède, on peut confirmer que l'évolution du marché boursier marocain, tout
241 au long des neuf dernières années (entre 2004 et 2012), n'était pas associée à une efficacité informationnelle, ce
242 qui nous pousse à remettre en cause la capacité de la bourse de Casablanca à refléter fidèlement les informations
243 liées aux valeurs qui y sont cotées.

244 Pour compléter notre analyse, on va exposer maintenant l'ensemble des éléments qui influencent globalement
245 l'efficacité de la bourse casablancaise, en mettant l'accent sur les causes directes qui entravent l'efficacité
246 informationnelle de la place.

247 ii. L'impact de la structure organisationnelle du marché boursier marocain sur son efficacité informationnelle
248 Dans la première partie de ce travail, on a essayé de mettre l'accent sur le rapport pertinent qui existe entre
249 l'efficacité informationnelle et l'organisation des marchés boursiers. De ce fait, c'est en analysant la structure
250 organisationnelle de la bourse de Casablanca, qu'on peut détecter les poches d'inefficacité qui caractérisent ce
251 marché. Une telle analyse révèle l'existence de quatre facteurs qui affectent directement la qualité informationnelle
252 de la bourse de Casablanca et constituent des poches d'inefficacité propres et spécifiques à la réalité d'un marché
253 émergent tel que le marché boursier national.

254 **9 ? Les autorités de contrôle**

255 Le manque d'indépendance du Conseil Déontologique des Valeurs Mobilières «CDVM» (vis-à-vis de l'exécutif) 26
256 ? Les canaux de diffusion de l'information et leur influence sur les investisseurs boursiers au Maroc et le champ
257 étroit de ses prérogatives, constituent une poche d'inefficacité pour la bourse de Casablanca. Dans ces conditions,
258 l'intervention des autorités de surveillance reste peu efficace. Or, l'efficacité des organismes de contrôle est un
259 élément clé pour le renforcement de la transparence du marché. Au Maroc, les sociétés de bourse occupent
260 une place importante comme canaux de diffusion de l'information, ces sociétés monopolisent la formulation des
261 recommandations d'achat ou de vente à travers l'émission des notes de recherche ciblant les différentes valeurs
262 de la cote. Cependant, les recommandations formulées ne sont pas tout à fait saines et neutres, dans la mesure
263 où elles peuvent être motivées par des considérations liées à la propre rentabilité commerciale de ces sociétés
264 de bourse. Ainsi, les analystes financiers marocains restent prisonniers des enjeux commerciaux des sociétés de
265 bourse qui les emploient. Cette absence de neutralité dans la diffusion des recommandations biaise l'efficacité
266 informationnelle de la place.

267 **10 ? Les coûts de transaction**

268 Le régime fiscal de la bourse de Casablanca constitue une contrainte de plus qui perturbe le comportement des
269 investisseurs. Le relèvement de la taxe sur les plus-values de cession d'actions de 10% à 15%, a réduit sensiblement
270 le gain potentiel susceptible d'être réalisé par les particuliers. Dans ces conditions, l'investisseur individuel n'agira
271 sur le marché que dans la mesure où le gain espéré est supérieur au coût fiscal de la transaction. Son comportement
272 devient donc tributaire de la variable fiscale, au lieu de dépendre uniquement de l'information diffusée, ce qui
273 nuit à l'efficacité de la bourse. De leur part, les institutionnels ont perdu le droit aux abattements appliqués
274 auparavant sur leurs profits de cession de valeurs mobilières. La perte de cet avantage fiscal réduit la marge
275 de manoeuvre des investisseurs institutionnels, et limite l'efficacité de leur rôle dans la stabilisation du marché
276 et l'amélioration de Le volet empirique de notre article montre, ainsi, que l'indice MASI n'évolue pas selon une
277 marche au hasard, ceci implique le rejet de la forme faible de l'efficacité pour la bourse de Casablanca. Le marché
278 boursier national reste incapable d'intégrer efficacement l'ensemble des informations diffusées, ce qui témoigne
279 de son inefficacité. Les raisons derrière cette inefficacité sont nombreuses, leur détection passe par l'analyse des
280 composantes structurelles du marché boursier casablancais. Le contexte baissier actuel offre au marché boursier
281 l'opportunité de redémarrer sur des bases solides, toutefois, un tel redémarrage reste conditionné par les efforts
282 effectués par les autorités compétentes pour améliorer la qualité informationnelle de la place.

283 II.

284 11 Conclusion

285 L'étude de l'efficience informationnelle d'un marché boursier ne doit pas se limiter à l'application de tests visant
 286 l'infirmité ou la confirmation de sa validité. L'analyse doit être poussée plus loin en essayant de En traitant
 287 le cas de la bourse de Casablanca, notre objectif était triple: tester l'efficience informationnelle de la place,
 288 déterminer les éléments qui influencent cette efficience et proposer les mesures susceptibles de l'améliorer. Notre
 289 étude a abouti au rejet de la forme faible de l'efficience pour la bourse casablancaise, L'analyse de la structure
 290 organisationnelle de la bourse de Casablanca, révèle l'existence de plusieurs poches d'inefficience engendrées par
 291 la faiblesse des organes de contrôle, le dysfonctionnement des canaux de diffusion de l'information et la fiscalité
 292 contraignante qui pèse sur les échanges. La situation est aggravée par la présence d'investisseurs irrationnels qui
 293 perturbent le marché. Ces éléments se conjuguent pour affecter négativement la qualité informationnelle de la
 294 place. Plusieurs mesures peuvent être prises pour changer cette réalité.

295 En effet, la qualité informationnelle de la bourse de Casablanca peut être améliorée par la mise en place d'un
 296 programme ambitieux tournant autour des axes suivants : La mise en place de ces mesures nécessite l'adhésion
 297 de tous les acteurs du marché, qui doivent être conscients de l'importance de la transparence comme choix
 stratégique nécessaire à un développement sain de l'activité boursière au Maroc.^{1 2 3 4 5 6 7 8}



Figure 1:

298

¹4 Séquences des cours passés, résultats, dividendes distribués, évolution du chiffre d'affaires, évolution du carnet des commandes, etc.⁵ Voir dans ce cadre BOURBONNAIS Régis, Econométrie, DUNOD,

²© 2014 Global Journals Inc. (US)

³Marché Principal, marché Développement, et marché Croissance.

⁴BOURBONNAIS Régis., et TERRAZA Michel., Analyse des séries temporelles (Applications à l'économie et à la gestion), DUNOD, Paris, 2008, pp 157-163.

⁵On a constaté dans, un premier temps, que la constante est non significative, ce qui a impliqué son exclusion du modèle.

⁶Moyen-Orient et Afrique du Nord.

⁷© 2014 Global Journals Inc. (US)

⁸Le Conseil d'Administration du CDVM est présidé par le Ministre de l'Economie et des Finances.

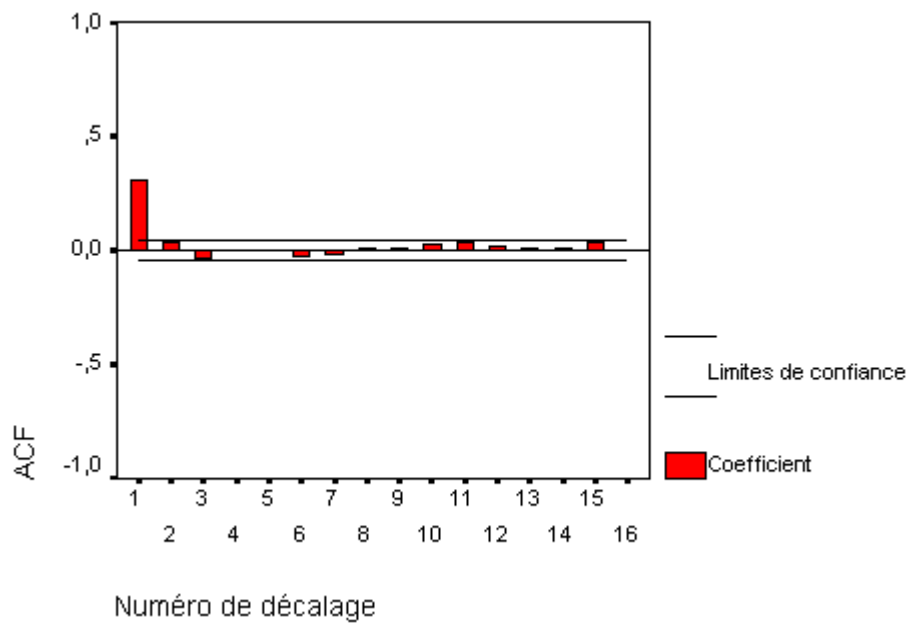


Figure 2:

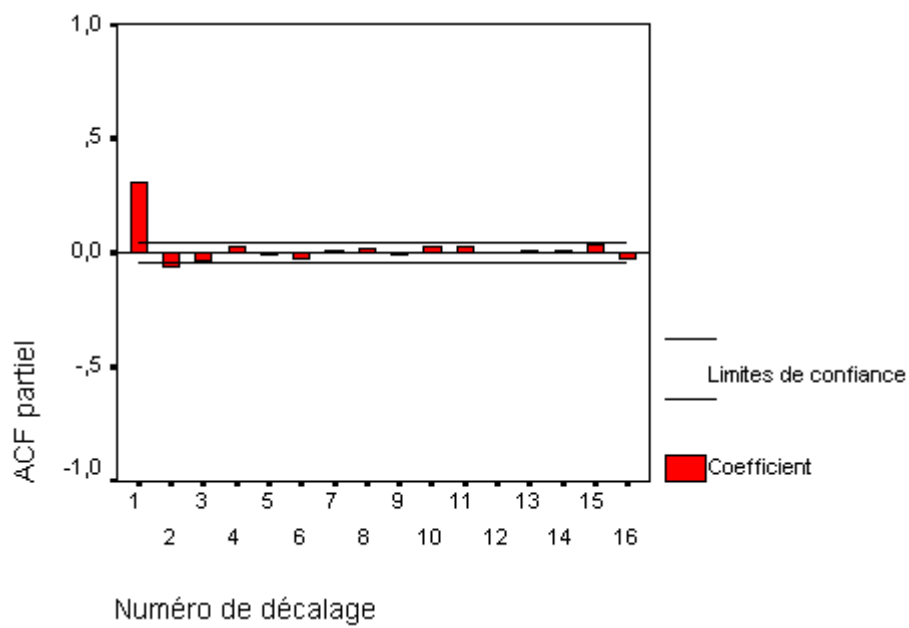


Figure 3: F6-

11 CONCLUSION

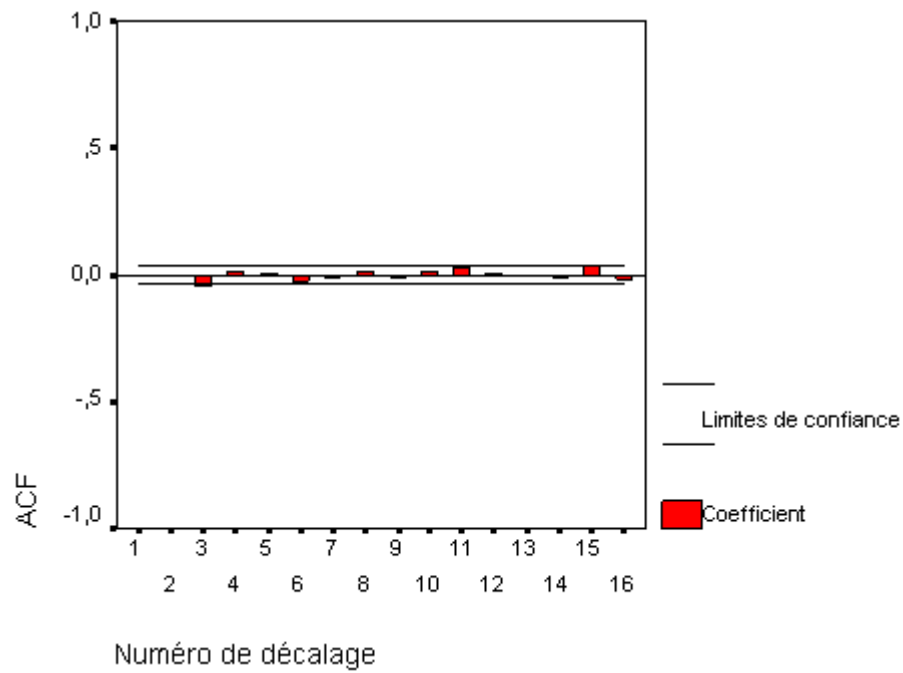
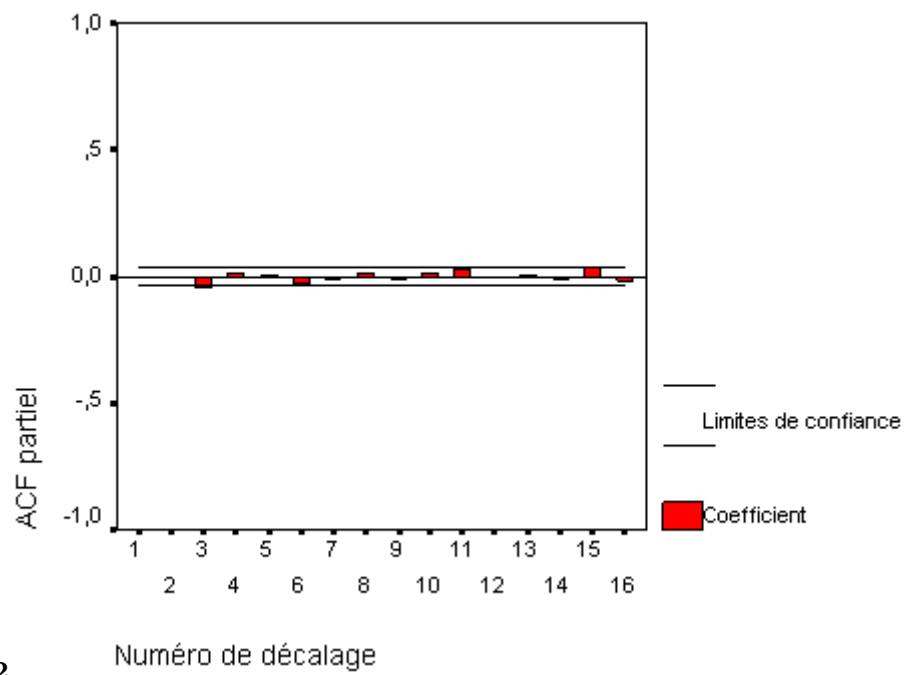


Figure 4: ?



2

Figure 5: 2 Global

fonction d'autocorrélation partielle (FAP) de retard k , mesure la corrélation entre t Y et k t Y ? , l'influence des autres variables décalées de k périodes (1 2 1 ,..., , + ? ? ? k t t Y Y Y) ayant été retirée. FAMA FISHER, multipliées, celles-ci visent à analyser la prise en compte, dans le cours des actions, d'un large éventail d'informations publiquement disponibles via, notamment, la presse, les rapports annuels et les prospectus d'émission. La majorité des résultats issus de ces travaux converge sur un degré élevé d'efficience des marchés boursiers étudiés (essentiellement des marchés développés), même si des anomalies d'ampleur très variable, retards dans la prise en compte des informations dans les cours, sont parfois détectées. L'efficience faible et semi-forte étant présentées, il importe maintenant de s'interroger sur la validité de la forme forte de l'efficience. études consacrées aux délits d'initié. Dans ce cadre, l'étude de MEULBROECK visant le marché américain (NYSE) (1992), et celle de GUIVARC'H ciblant le marché français (1996) ont conclu que les initiés informent le marché. En effet, selon les deux tests, le contenu informationnel des opérations d'achat et de vente réalisées par les initiés, peut être détecté par les autres investisseurs. L'effet d'imitation conduit ces derniers à agir dans le même sens que les initiés. De ce fait, les opérations d'initiés sont repérées par tous les acteurs du marché et ne servent qu'à réduire l'asymétrie d'information existant entre les initiés et les non initiés, ce qui semble confirmer la forme forte de l'efficience. . Les études visant à tester la forme forte de l'efficience informationnelle sont rares et difficilement réalisables. Il est possible de les classer en trois ? -La première catégorie : regroupe l'ensemble des catégories :

Figure 6:

1

b) Etude empirique de l'efficience informationnelle du marché boursier marocain

La présente partie a pour objectif d'étudier empiriquement l'efficience de la bourse de Casablanca, en mettant l'accent sur l'ensemble des éléments susceptibles d'affecter la qualité informationnelle de cette place boursière.

i. Test de l'efficience informationnelle dans sa forme faible (modélisation de la série chronologique du MASI)

Notre étude empirique porte sur l'indice MASI qui regroupe toutes les valeurs cotées dans les trois compartiments 14 du marché des actions, et fournit, par conséquent, une mesure globale et synthétique de l'évolution de l'ensemble des valeurs de la cote. La période d'étude s'étale sur 9 ans (entre 2004 et 2012). Le choix d'une période assez longue permet d'améliorer la robustesse du test d'efficience informationnelle, dans la mesure où elle intègre 2.255 observations couvrant à la fois la phase d'euphorie et celle de correction du marché boursier marocain.

t logarithmique qui a permis de déduire la série notée t , a fait l'objet d'une transformation t LMASI tel que : $() t t$ MASI LMASI $\log =$. Le test d'efficience consiste à utiliser la méthode de Box et Jenkins, qui s'appuie sur le processus ARIMA, pour trouver un modèle restituant le mieux possible le comportement de la série chronologique du MASI. Deux résultats sont possibles: 1. Si le modèle correspond à une marche au hasard, c'est-à-dire: $t t t$ LMASI LMASI $? + = ?1$, où la perturbation $t ?$ est un bruit blanc, alors l'efficience informationnelle dans sa forme faible sera confirmée pour la bourse de Casablanca. 2. Si le modèle trouvé ne correspond pas à une marche au hasard, alors l'efficience informationnelle dans sa forme faible sera non vérifiable pour la MASI Au préalable, la série chronologique du MASI,

place casablancaise.

Un éventuel rejet de l'hypothèse de l'efficience faible pour le marché casablancais, impliquera un rejet systématique des deux autres formes (semi-forte et

[Note: * t' est analogue à la statistique de Student. F_4 , F_5 et F_6 sont des statistiques de Fisher. ** Significativité à 5%.]

Figure 7: Table 1 :

2

LMASI ? $t =$ LMASI ? $t ? + t ? + ? 1 ? t$
 173905 , 0 1 150141 , 0

A noter LMASI ? t correspond à la rentabilité de l'indice MASI.
 que

Figure 8: Table 2 :

3

test	Statistique du	Probabilité statistique du test associée à	la Conclusion compte tenu d'un risque
	Statistique Q	27,2% (supérieure à 5%)	On rejette l'hypothèse d'autocorrélation des erreurs (l'autocorrélation empirique des retards inclus entre 1 et 16), il s'agit de bruit blanc.
(de Ljung-Box) :	16,716		

Figure 9: Table 3 :

Essai Sur L'efficience Informationnelle Du Marche Boursier Marocain

Les PER affichés par certains secteurs de la cote en 2012 PER 2012 Secteur 10,8 Assurances 20,9 Distribution 16,3 Agroalimentaire 13,5 Sociétés de Source : BMCE Capital Bourse Secteur Immobilier Mines Banques Ciments Toutefois, l'amélioration des PER sectoriels, qui restent des indicateurs synthétiques, ne remet pas en cause la cherté du marché boursier marocain. En effet, en affinant notre analyse, on constate qu'il existe une multitude de valeurs qui affichent encore des PER élevés. Autrement dit, la correction enregistrée par PER 2012 14,9 20,2 20,9 l'indice MASI au cours des cinq dernières années (37%), n'a pas permis d'amortir totalement les effets du cycle haussier (+278%) qui a marqué la bourse de Casablanca entre début janvier 2004 et mi-mars 2008. Les PER des valeurs classées parmi les plus chères de la cote en 2012 Valeur PER 2012 Valeur PER 2012 Fertima 85,2 Managem 37,6 Taslif 49,7 Atlanta 35,2 Oulmes 47,2 BMCE Bank 33,8 Label Vie 43,2 CGI 29,6 Source : BMCE Capital Bourse financement 14,5

Year
27
Volume
XIV
Issue
I Ver-
sion I
Global
Jour-
nal of
Man-
age-
ment
and
Busi-
ness
Re-
search
() C

Figure 10:

Figure 11:

Le renforcement des pouvoirs et de l'indépendance du CDVM, ainsi que l'élargissement

Figure 12:

11 CONCLUSION

- 299 [Bourbonnais et al. ()] , Régis Bourbonnais , Econométrie , Paris Dunod . 2002.
- 300 [Bourse De ()] , Casablanca Bourse De . 2006 et 2007. Fact Books, Casablanca.
- 301 [Bourbonnais and Et ()] *Analyse des séries temporelles (Applications à l'économie et à la gestion*, Régis
302 Bourbonnais , Terraza Et , Michel . 2008. Paris: DUNOD. p. .
- 303 [Annexes ()] Annexes . *Conseil Déontologique des Valeurs Mobilières*», *Vues économiques (revue semestrielle du*
304 *CPM)*, n°6, 1994. p. .
- 305 [Artus ()] 'Anomalies sur les marchés financiers'. Patrick Artus . *ECONOMICA* 1995.
- 306 [Jdily and Zohra ()] *Bourse des valeurs de Casablanca : Un nouveau système de cotation s'installe*», *La gazette*
307 *du Maroc*, 21 Mars, Fatima Jdily , Zohra . 2008.
- 308 [Plihon and De ()] 'Collection d'articles dirigée par D. PLIHON et intitulée "Les désordres de la finance'.
309 Dominique Plihon , De . **Webographie:1.www.casablanca-bourse.com.2.www.cdvm.gov.ma** la
310 débâcle boursière des années 2000. 2004. p. .
- 311 [Dahir portant loi n° 1-93-212 relatif au CDVM et aux informations exigées des personnes morales faisant appel public à l'épargne
312 'Dahir portant loi n° 1-93-212 relatif au CDVM et aux informations exigées des personnes morales faisant
313 appel public à l'épargne'. *Conseil Déontologique des valeurs Mobilières*, 1993. (21 septembre)
- 314 [Colmant et al. ()] *Efficienc des marchés, concepts, bulles spéculatives et image comptable*, Bruno Colmant ,
315 Roland Gillet , Ariane Szafarz . 2003. LACIER, Bruxelles.
- 316 [Clerc and Qu ()] *est-ce qu'un marché efficient ?*», *Alternatives Economiques, Hors -Série*, Denis Clerc , Qu . 1
317 er trimestre 2008. 75 p. 16.
- 318 [Gillet ()] 'L'efficience des marchés financiers'. Philippe Gillet . *Economica* 1999.
- 319 [Lardic et al. ()] *L'efficience informationnelle des marchés financiers*, Sandrine Lardic , Et Mignon , Valérie .
320 2006. La Découverte, La Découverte, Paris.
- 321 [Minguet ()] 'La microstructure des marchés d'actions une approche empirique'. Albert Minguet . *ECONOMICA*
322 2003.
- 323 [Drissi El Bouzaidi and Et ()] *Le guide de la bourse, Edition spéciale de La vie éco*, Ouadie Drissi El Bouzaidi ,
324 Benabdesslem Et , Amine . 2007.
- 325 [Peyrard ()] *Les bourses européennes*, Josette Peyrard . 1992. Paris: VUIBERT.
- 326 [Biais et al. ()] *Microstructure des marchés financiers*, Bruno Biais , Fougoult Et , Thierry , Pierre Hillion . 1997.
327 Paris. Presses Universitaires de France
- 328 [Perquel ()] Jean-Jacques Perquel . *Les bourses américaines*, (Paris) 1992. VUIBERT.
- 329 [Mangot ()] *Psychologie de l'investisseur et des marchés financiers*, Mickael Mangot . 2005. Paris: DUNOD.
- 330 [Bourse De ()] *Rapports annuels, Casablanca*, Casablanca Bourse De . 2008. 2009. 2010 et 2011.
- 331 [Bourse De ()] *règlement général de la bourse des valeurs approuvé par l'arrêté du Ministre de l'Economie et des*
332 *Finances*, Casablanca Bourse De . 1998. p. . (27 Juillet)
- 333 [Box and Jenkins ()] *Time series analysis: forecasting and control, Holdenday*, G E P Box , G M Jenkins . 1976.
- 334 [Travaux : 6. Annexes., «Bourse des valeurs de Casablanca», *Vues économiques (revue semestrielle du CPM)*, n°6 ()]
335 *Travaux : 6. Annexes., «Bourse des valeurs de Casablanca», Vues économiques (revue semestrielle du CPM)*,
336 n°6, (Rabat) 2006, 2007, 2008, 2009. 2010 et 2011. 1994. p. . (Conseil Déontologique des valeurs Mobilières,
337 Rapports annuels)
- 338 [Fama (1970)] *«Efficient capital market: A review of theory and empirical work»*, *journal of finance*, E F Fama
339 . May 1970. p. .
- 340 [Fama (1991)] *«Efficient capital market: II »*, *journal of finance*, E F Fama . December 1991. p. .
- 341 [Laude ()] *«L'embargo des informations financières»*, *Revue de droit bancaire et financier*, n°6, *Novem-*
342 *bre/Décembre*, Anne Laude . 2000. p. .
- 343 [Nhaili ()] *«La nouvelle fiscalité de la bourse dérange les professionnels»*, *La vie éco*, n°4455, 28 Mars, Souhail
344 Nhaili . 2008. p. .
- 345 [Dior Ndor ()] *«Le doute sur la transparence nuit à la performance de la bourse»*, *La vie éco*, n°4428, 21 Septembre,
346 Alié Dior Ndor . 2007. p. .
- 347 [Fama et al. (1969)] '«The adjustment of stock prices to new information'. E F Fama , L Fisher , M Jensen , R
348 Roll . *International Economic Review* February 1969. p. .
- 349 [Nhaili ()] *«trop chère, la bourse de Casablanca»*, *La vie éco*, n°4438, 30 Novembre, Souhail Nhaili . 2007. p. .