

L'HYPOTHÈSE DE L'EFFICIENCE DES MARCHÉS : APPORTS À L'ÉTUDE DES INVESTISSEMENTS DIRECTS À L'ÉTRANGER

FLOAREA IOSUB-DOBRICA*

Résumé

Traditionnellement, l'étude des investissements directs à l'étranger repose sur des hypothèses concernant surtout les marchés de biens et services sur lesquels opèrent les entreprises multinationales. Le paradigme OLI de Dunning devient ainsi le cadre usuel d'analyse des IDE. Dans ce cadre, les marchés de capitaux sont supposés respecter l'hypothèse d'efficacité des marchés. Tout arbitrage de nature financière est alors impossible, ne pouvant pas contribuer à expliquer les flux d'IDE. Des travaux récents attestent, pourtant, que les marchés de capitaux sont loin d'être efficaces. Traduisant l'irrationalité des investisseurs sur les marchés financiers, des écarts de valorisation des actifs peuvent ainsi être observés. Deux approches intégrant ces écarts de valorisation dans l'étude des IDE prennent contour : l'approche des affaires « bon marché » et l'approche du « capital pas cher ». Une revue du cadre théorique des IDE permettra d'illustrer les apports du rejet de l'hypothèse d'efficacité de marché à l'analyse des mouvements d'IDE des dernières années.

Mots clés: investissements directs à l'étranger, hypothèse de l'efficacité des marchés, écarts de valorisation.

1 Introduction

Les investissements directs à l'étranger (IDE) représentent une catégorie de l'investissement international permettant à une entreprise résidente dans une économie d'acquérir un intérêt durable dans une entreprise située dans une autre économie [FMI, 1993]. Une entreprise devient multinationale (EMN) en effectuant des IDE. Les éléments différenciant une entreprise multinationale d'une entreprise nationale dont les produits sont exportés à l'étranger sont le déploiement des activités productives dans plus d'un pays et l'intérêt de long terme dans la gestion de ces activités. C'est par ailleurs ce dernier aspect, l'intérêt de long terme dans les actifs acquis à l'étranger, qui rend les IDE différents des investissements de portefeuille.

L'hypothèse de l'efficacité de marché (HEM) représente depuis 1970 une hypothèse centrale de la finance [Fama, 1970]. Conformément à cette hypothèse, les prix des actifs financiers (actions, obligations) égalisent les valeurs fondamentales, soit du fait de la rationalité des investisseurs, soit en vertu des arbitrages qui feraient disparaître toute anomalie de prix. La valeur fondamentale représente l'actualisation des flux de revenus futurs. Le taux d'actualisation est égal au taux d'intérêt plus la prime de risque.

* Doctorant, Faculté de Sciences économiques, Université de Poitiers, e-mail: floarea.iosub@univ-poitiers.fr

Le présent article expose l'évolution du cadre théorique des IDE tout en illustrant les contributions apportées aux analyses traditionnelles des IDE par le rejet de l'hypothèse d'efficience des marchés.

2 Le paradigme OLI, couronnement des analyses traditionnelles des IDE

Depuis le milieu du XX^{ème} siècle, on assiste à une progression constante des flux d'IDE. Leurs taux de croissance excèdent ceux du commerce international, de sorte que les IDE sont devenus à la fin du siècle dernier une des principales formes de manifestation du processus de mondialisation. Reflet de cette forte dynamique, se développe une vaste littérature essayant de rendre compte des facteurs déterminant une entreprise d'organiser ses activités dans une logique internationale.

Jusqu'à la fin des années 1970, le cadre théorique des IDE était largement redevable à la théorie du commerce international. Une dimension macroéconomique était alors donnée aux mouvements d'IDE. Ces derniers étaient surtout expliqués, dans une perspective gravitationnelle, par les caractéristiques des pays reliés par les IDE. A une époque où la plupart des IDE se déroulait entre pays développés et pays en développement, les avantages procurés par les différences de dotations factorielles à travers les pays ont ainsi constitué un cadre privilégié d'analyse.

Les développements théoriques ultérieurs cristallisent un cadre propre d'analyse aux IDE. A partir de la dissertation de Hymer [1960], les conditions de concurrence imparfaite sont retenues comme nécessaires afin de justifier l'internalisation des activités dans une logique internationale. Depuis, le processus d'internationalisation apparaît successivement comme la résultante d'un avantage compétitif détenu par l'entreprise multinationale ou bien comme une solution au besoin d'une sécurité des rentes issues de l'exploitation à l'intérieur de l'entreprise des actifs intangibles, en présence d'imperfections des marchés (théorie de l'internalisation développée par Buckley & Casson [1976]). L'intérêt de l'implantation des filiales à l'étranger doit aussi passer par les avantages procurés par l'économie d'accueil, et qui peuvent se situer en amont (facteurs de production) ou en aval (marchés de distribution) du processus de production.

Tous ces éléments seront intégrés vers la fin des années 1970 dans ce qui est depuis connu sous l'appellation de paradigme éclectique *OLI* (*Ownership-Location-Internalization*) de Dunning [1980]. Pour s'internationaliser, une entreprise doit donc détenir un avantage compétitif sur ses concurrents (concrétisés dans la possession de certains actifs - *ownership*), tirer profits du contrôle interne des activités (*internalization*) et pouvoir bénéficier des avantages caractéristiques aux différentes destinations (*localization*).

Depuis sa formulation, le paradigme éclectique *OLI* constitue le cadre usuel d'analyse des mouvements d'IDE. Les études empiriques effectuées dans cette approche retiennent ainsi pour principaux déterminants des investissements directs à l'étranger des variables de nature plutôt réelle, telles : la taille du marché du pays de destination (les économies d'échelle), le coût du travail, les effets d'agglomération, les écarts de fiscalité (taux et régime fiscal à la fois) entre les pays reliés par les investissements directs. Les seules variables financières qui y apparaissent sont dérivées du taux de change. Cela n'empêche pourtant que les marchés de capitaux soient supposés parfaitement intégrés et efficaces.

Sur le fond des interdépendances accrues entre investissements directs à l'étranger et marchés des capitaux, l'intégration de la dimension financière dans l'étude des IDE s'impose. Dans ce cadre, on recense dernièrement de nombreux travaux associant imperfections sur les marchés de capitaux ou le non respect de l'hypothèse de l'efficacité des marchés de capitaux dans l'étude des IDE. Une brève présentation de l'hypothèse de l'efficacité des marchés facilitera la compréhension des apports de son rejet à l'analyse des mouvements d'IDE, présentée dans la partie finale de l'article.

3 L'hypothèse de l'efficacité des marchés: de la théorie moderne de la finance à la finance comportementale¹

Depuis 1970, l'hypothèse de l'efficacité de marché représente une hypothèse centrale de la finance. Conformément à la définition donnée par Fama [1970], *l'efficacité des marchés représente une situation où les prix des actifs financiers reflètent toute l'information disponible*. En vertu de cette hypothèse, les acteurs (investisseurs et managers dans une égale mesure) seraient plutôt rationnels et les prix des actifs financiers (actions, obligations) seraient « efficaces ». Ces derniers seraient donc égaux à leurs valeurs fondamentales, soit du fait de la rationalité des investisseurs, soit du fait des arbitrages qui feraient disparaître toute anomalie de prix.

Du point de vue théorique, l'hypothèse d'efficacité des marchés repose essentiellement sur trois alternatives [Shleifer, 2000]. En passant de l'une à l'autre, ces trois alternatives permettent d'illustrer les conditions de validation de l'hypothèse d'efficacité des marchés, tout en relâchant les contraintes de rationalité des acteurs.

Une première alternative correspond à la situation où tous les acteurs des marchés financiers sont rationnels et les prix des actifs financiers ne peuvent qu'être le reflet de cette rationalité. Chaque actif est alors estimé à sa valeur fondamentale. Dès que le prix d'un actif financier s'écarte de sa valeur fondamentale, les acteurs du marché réagissent spontanément à cette nouvelle information en achetant ou vendant, selon que l'actif est sous ou surévalué. Dans l'hypothèse d'efficacité de marché, cet ajustement se produit presque instantanément.

Dans une deuxième alternative, une partie des investisseurs est irrationnelle, mais leurs transactions sont aléatoires, de manière à se compenser réciproquement et donc de neutraliser leurs effets sur les prix des actifs financiers. Une condition à la réalisation de ce cas de figure est l'indépendance des décisions des acteurs irrationnels.

Dans un dernier cas, les investisseurs sont irrationnels et leurs actions sont corrélées. Dans ce cas, afin de respecter l'hypothèse d'efficacité des marchés, les actions des arbitragistes doivent être corrélées et opposées aux actions des investisseurs. Les arbitragistes sont, donc, rationnels, et leurs actions vont ramener les prix des titres à leur valeur fondamentale.

Malgré le succès que ce paradigme ait connu, il semble ne plus correspondre à certaines des évolutions récentes enregistrées sur les marchés financiers. On peut ainsi observer une relative « *exubérance irrationnelle des marchés* », pour reprendre une affirmation de Allan Greenspan, ex-directeur de la Banque fédérale américaine [Bailly & alii, 2000]. Des investisseurs irrationnels se confrontent ainsi sur les marchés financiers à des arbitragistes dont les ressources sont limitées par l'aversion au risque, par les horizons courts, ainsi que par les problèmes d'agence. Dans ces conditions où l'hypothèse d'efficacité de marché n'est plus vérifiée, les prix des actifs sur le marché peuvent être déconnectés de leurs valeurs intrinsèques, réelles.

4 L'irrationalité des investisseurs, déterminant des IDE?

Accepter que l'hypothèse de l'efficacité des marchés ne soit plus vérifiée revient à accepter l'existence des écarts de valorisation des actifs par rapport à leur valeur intrinsèque². Dans ce processus de déconnexion des prix des actifs de leurs valeurs fondamentales, les actifs peuvent se retrouver sous ou surévalués. En même temps, les uns par rapport aux autres, les actifs peuvent être relativement plus ou moins sous/surévalués. Peuvent ces écarts de valorisation expliquer les mouvements d'IDE ? Les études ayant mobilisé une approche de finance comportementale fournissent une réponse positive à cette interrogation. La plupart de ces études sont appliquées surtout aux opérations de fusions et acquisitions (F&A) internationales qui ont défini les flux d'IDE les vingt dernières années. Dans ces études, aux investisseurs irrationnels s'opposent les managers rationnels. Ces derniers peuvent donc mesurer l'ampleur des écarts de valorisation des actifs et agir conformément à leurs intérêts.

Deux approches peuvent ainsi être distinguées dans la littérature [Baker & alii (b), 2004] : celle des actifs bon marché (*cheap assets*) [Aguar & Gobinath, 2004] et celle du capital bon marché (*cheap financial capital*) [Shleifer & Vishny, 2003].

Conformément à la première approche, les IDE seraient la résultante de l'acquisition des actifs sous-évalués des entreprises situées à l'étranger. Les écarts négatifs entre les valorisations du marché et les valeurs fondamentales peuvent être dus à un crash du marché (comme c'est le cas dans les pays asiatiques à la fin des années 1990) ou bien traduire une crise de liquidité que traversent certaines firmes ne disposant pas de projets d'investissement [Baker & alii, 2005]. Tel est le cas des entreprises situées généralement dans les pays émergents. Des études effectuées sur des entreprises asiatiques attestent que les contraintes de liquidités se trouvent à l'origine de certaines opérations de F&A à la fin des années 1990 [Aguar & Gobinath, 2004]. Certains auteurs partagent l'avis que cette approche serait moins applicable à l'étude des F&A se déroulant entre pays développés, étant de ce fait une voie moins privilégiée dans l'étude de la qualité d'arbitrage des entreprises multinationales. Cependant, pour une entreprise surévaluée (quelle que soit sa localisation), des actifs correctement évalués (ou relativement moins surévalués) situés dans un autre pays peuvent représenter une affaire bon marché. Dans une égale mesure, pour une firme correctement évaluée, les actifs d'une autre firme sous-évaluée pourraient également constituer une affaire bon marché. Des managers rationnels profiteraient ainsi de ces écarts de valorisation afin de réaliser des fusions-acquisitions internationales, concrétisés par des flux d'IDE.

Conformément à la deuxième approche, les managers des entreprises surévaluées utiliseraient les écarts de valorisation afin de se procurer des capitaux moins chers qui, ensuite, leur permettraient d'acquérir les actifs visés. Les entreprises surévaluées pourraient ainsi recourir soit à l'endettement, soit à l'émission de nouvelles actions à une valeur supérieure à la valeur fondamentale. Lors de l'endettement, la valeur supérieure de l'entreprise apporte des garanties supplémentaires, réduisant ainsi le coût de la dette. Le système de *rating* instauré par les agences de notation tient compte de l'évolution de la valeur de marché de l'entreprise. Une entreprise surévaluée verra du fait de l'amélioration de son *rating* le coût de l'endettement diminuer. Dans les deux cas (émission de nouvelles actions ou endettement), l'entreprise surévaluée lève des fonds à un prix inférieur que si tel n'était pas le cas.

5 Conclusions

Dans l'étude des IDE, l'hypothèse traditionnellement faite par rapport aux marchés de capitaux est celle des marchés parfaitement intégrés, où l'hypothèse d'efficacité informationnelle est vérifiée. Tout arbitrage de nature financière est dès lors impossible, ne pouvant pas contribuer à expliquer les flux d'IDE. Les investissements directs sont alors surtout expliqués par des éléments caractérisant les marchés sur lesquels les entreprises multinationales opèrent. Or, à une époque où les entreprises sont confrontées à des exigences de taille afin de pouvoir préserver leur place sur le marché, il est fort probable que des arbitrages de nature financière expliquent au moins en partie certains de leurs agissements. Analyser les IDE tout en supposant que les marchés financiers ne sont pas efficaces (dans le sens de l'HEM) devient alors nécessaire.

Les études économétriques réalisées dans l'hypothèse des marchés financiers inefficaces cherchent à estimer des relations associant les flux d'IDE et les valorisations des entreprises sur les marchés situés dans les pays reliés par des IDE. Les résultats obtenus permettent de valider, au moins pour les Etats-Unis, l'approche du capital bon marché [Baker & alii, 2005]. Des études ultérieures devraient essayer de vérifier dans quelle mesure les deux approches expliquent les IDE (F&A) européens, mais aussi de préciser la place des variables traditionnelles expliquant les IDE dans ce nouveau contexte théorique.

Bibliographie

- Aglietta, M. & Reberioux, A., *Dérives du capitalisme financier*, Editions Albin Michel, Paris, 2004.
- Aguiar, M. & Gopinath, G., "Fire-Sale FDI and Liquidity Crises", 2004, http://www.bos.frb.org/economic/econbios/aguilar/firesale_fdi.pdf.
- Bailly, J.-L., Claire, G., Figliuzzi, A. & Lelièvre, V., *Economie monétaire et financière*, Editions Bréal, Paris, 2000.
- Baker, M., Ruback, R.S. & Wurgler, J.(a), "Behavioral Corporate Finance: A Survey", *NBER WP 10863*, www.nber.org/papers/w10863, October 2004.
- Baker, M., Foley, C.F. & Wurgler, J.(b), "Stock Market Valuations and Foreign Direct Investment", *NBER WP 10559*, www.nber.org/papers/w10559, 2004.
- Baker, M., Foley, C.F. & Wurgler, J., "Multinationals as arbitrageurs? The effect of stock market valuations on foreign direct investment", December 2005 <http://www.people.hbs.edu/ffoley/bakerfoleywurgler.pdf>
- Dunning, J.H., "Toward an Eclectic Theory of International Production: Some Empirical Tests", *Journal of International Business Studies*, 11: 9-31, 1980.
- Dunning, J.H., "Some Antecedents of Internationalization Theory", *Journal of International Business Studies* 34: 108-115, 2003.
- Fama, E., "Efficient Capital Markets: a review of theory and empirical work", *Journal of Finance*, 25: 383-417, 1970.
- FMI (Fonds Monétaire International), "The fifth balance of payments manual", Fonds Monétaire International, 1993.
- Hymer, S., *The International Operations of Firms: A Study of Foreign Direct Investment*, Ph. D. Dissertation (MIT 1960), Cambridge, MA : MIT Press, 1976.
- Shleifer, A., *Inefficient Markets: An Introduction to Behavioral Finance*, Oxford University Press, Oxford, 2000.
- Shleifer, A. & Vishny, W., "Stock market driven acquisitions", *Journal of Financial Economics*, 70: 295-312, 2003.

Notes

1. La finance comportementale (*behavioral finance*) constitue une application de la psychologie à la finance. Puisant ses origines à la fin des années 1970, cette discipline s'oppose à la théorie moderne de la finance (développée surtout à partir de la seconde moitié du siècle dernier) en s'attachant aux acteurs (investisseurs, gestionnaires de portefeuille ou fonds de pension etc.) et non seulement aux performances tellement explorées par les enseignants de la finance moderne. Un des pionniers de la finance comportementale est Daniel Kahneman, lauréat du Prix Nobel d'Economie en 2002.

2. Plusieurs indicateurs sont utilisés afin de mesurer les écarts de valorisation. Un premier est le *market-to-book ratio*, c'est-à-dire le rapport entre la valeur de marché d'une entreprise et sa valeur comptable. Un rapport inférieur à l'unité témoigne d'une sous-évaluation de l'entreprise. Un autre indicateur est le *price-to-earning-ratio* (PER). Plus la valeur de cet indicateur est élevée, plus l'entreprise peut recourir à des opérations de F&A avec des entreprises dont le PER leur est inférieur.