

**Paul Jorion**

***Le prix et la « valeur » d'une action boursière. Une illustration de « Le rapport entre la valeur et le prix »***

Résumé

Ce qu'on appelle la « valeur » d'une action en bourse n'est en réalité que l'un parmi deux moyens existants de déterminer son prix : ce qu'Adam Smith appelait le prix *naturel*, par opposition au prix *marchand*, lequel est créé par l'action spontanée des intervenants sur le marché tandis que la *valeur* ou prix *naturel* correspond à un calcul reflétant une interprétation additive du prix. Le principe sous-jacent est qu'il est possible de décomposer le prix de la marchandise en un ensemble de prix correspondant à chacun de ses divers composants, et que le prix du tout (le « prix ») doit équivaloir à la somme du prix des parties (la « valeur »), obligeant le premier à s'aligner tendanciellement sur la seconde.

Dans le cas d'une action boursière, une synthèse des différents composants de l'action est irréalisable et c'est par convention que la publication des résultats trimestriels d'une entreprise, qui autorise – bien que de manière très stylisée – un calcul du prix des différents éléments constitutifs de l'action, à savoir ses dividendes futurs, débouche sur un réajustement du *prix* marchand du titre au niveau défini par l'interprétation additive de son prix qu'est sa *valeur*.

Les ressemblances et les dissemblances entre notre approche et l'interprétation du prix d'une action en termes de *conventions* sont examinées.

Abstract

What is being referred to as the “value” of a share in a company's stock is in truth only one of two possible ways for establishing its price: what Adam Smith called its *natural price* by contrast to its *market price*. The *market price* is being generated through the spontaneous interaction of a stock exchange's traders while the *value* or *natural price* is computed, reflecting an “additive” concept of price. The underlying principle is that it is feasible to decompose the price of any commodity as the set of prices of each of its components and that the price for the whole (the “price”) needs to equate the sum of the components' prices (the “value”), forcing the prior to align with the latter.

With a share, a synthesis of its underlying components can't be realized. It is therefore so to say *conventionally* that the publication of a company's quarterly figures – which allow in a stylized way a computation of the price of its components (its future dividends) results in an alignment of its *market price* with an additive interpretation of its price, that is, with its *value*.

We examine what our explanation of a stock's price shares in common and to what extent it diverges from an interpretation of price formation in terms of *conventions*.

J'ai publié en 1999 un texte intitulé « Le rapport entre la valeur et le prix » où je défendais l'idée qu'il n'y a pas pour une marchandise ayant un prix, d'autre « valeur » que ce prix lui-même. Je démontrais que l'apparition du concept de *valeur* – par opposition au prix proprement dit – avait suivi un mouvement parallèle à ceux qui ont vu l'émergence d'une mesure objective de la *chaleur* par la *température* ou de la *couleur* par la *longueur d'onde de la lumière*. La justification de ces évolutions résidait dans le souci d'associer un doublet *quantitatif* à une qualité telle que la chaleur ou la couleur. Dans le cas du couple constitué du *prix* et de la *valeur*, au contraire, le phénomène dont on part, le prix, est déjà quantitatif en soi, et n'a du coup nul besoin d'un doublet « explicatif » purement qualitatif lui comme la *valeur*. Je montrais aussi que, dans une perspective très *platonicienne*, c'est le fait que le prix varie, de manière parfois apparemment désordonnée, qui a conduit à vouloir le redoubler par un concept de nature stable comme celui de *valeur*. Une analyse de la formation du prix dans les termes de la physique contemporaine met en évidence qu'il est engendré par un *système dynamique discret* dont il est dans la nature même de varier de la manière observée et sa variation n'a que faire du coup d'un étalon plus « stable » de lui-même, tel celui que constituerait la valeur.

Dans mon texte, j'émaillais ma démonstration de diverses illustrations sans proposer toutefois de cas qui soit analysé de manière approfondie. C'est ce que j'entends au contraire faire ici, prenant comme exemple celui du prix et de ce qu'on appelle la « valeur » d'une action boursière.

### Le prix et la valeur d'une action

Un titre de société coté en bourse, une « action », est censé avoir à tout moment, à la fois un *prix* et une *valeur*. On admet comme allant de soi que le prix est aisément déterminé alors que la valeur est plus difficile à établir. En séance, lorsque la bourse est ouverte, le prix de l'action est celui de son dernier règlement, c'est-à-dire celui de la transaction la plus récente, au cours de laquelle un paquet d'actions a changé de mains, le prix offert par l'acheteur ayant été identique à celui exigé par le vendeur. La prochaine transaction se traitera alors soit au même niveau soit à un niveau différent. Quoi qu'il en soit et d'ici-là, le cours de l'action sera celui de ce dernier règlement. En-dehors des

séances, lorsque la bourse est fermée, le prix de l'action est son prix de clôture, à savoir, celui du règlement qui a immédiatement précédé la clôture quotidienne du marché.

La valeur d'une action est, comme on le verra, une affaire beaucoup plus complexe, et l'on pourrait se demander au vu du calcul, ce qui justifie de prendre toute cette peine. La raison en est que la valeur est considérée comme la *vérité* du prix et qu'il existe une loi cachée pour celui-ci de tendre vers elle.

### L'action ou « titre »

Une action boursière est une part dans le capital d'une société. Un investisseur consent à se départir d'une partie de ses fonds, qu'il met à la disposition d'une entreprise comme une part additionnelle de son capital. En rétribution de cette *avance*, il recevra une part du profit supplémentaire que l'entreprise aura pu réaliser en raison de ces fonds additionnels. Le cadre est celui du contrat dit de *métayage*, où le bailleur *avance* un certain capital à son métayer, à charge pour celui-ci de lui retourner une part de la plus-value qu'il aura extraite grâce à l'usage de ce capital. Les cas classiques mettaient en scène, par exemple, des champs comme capital et la récolte comme fruit du labeur, un bateau de pêche et les prises qu'il autorisait, un marais salant et le sel récolté, et ainsi de suite. La « part » perçue par l'actionnaire est le « coupon » associé au titre, exprimant le *dividende* versé à échéance régulière comme un certain pourcentage du prix de l'action. La valeur des dividendes versés par les compagnies à leurs actionnaires est à leur discrétion mais est en général indexée sur leurs recettes. Certaines sociétés ne versent cependant pas de dividendes.

### La valeur actuelle de l'action

Le prix de l'action varie et on pourrait considérer que le bénéfice de l'actionnaire (ou sa perte) dépend essentiellement de sa plus-value, c'est-à-dire de la différence entre le prix de l'action au jour où il la vend et au jour où il l'avait préalablement acquise, auquel il faudrait ajouter, de manière accessoire, la valeur des dividendes perçus au fil des années. Il n'existe malheureusement aucun moyen connu de calculer a priori la plus-value future, ce que l'on exprime en général en qualifiant celle-ci de « spéculative ». Comprendre ce que le terme « spéculatif » signifie exactement est au cœur de ce que j'essayerai d'expliquer ici et il faudra donc y revenir.

La plus-value future étant a priori inconnaissable, la seule partie de la valeur de l'action que l'on puisse calculer est la valeur actuelle des dividendes à venir, en supposant bien sûr que leur valeur future soit connue exactement. Le sens de la notion de « valeur actuelle » n'est pas évident mais un raisonnement simple permet de la saisir sans difficulté. Le concept central est celui d'*escompte*. Supposons que je place, sans y toucher, 100 € pour 10 ans, au taux de marché offert aujourd'hui par les banques pour un investissement d'une telle durée, disons, 4%. À la fin de la première année mon compte vaudra 104 € : les 100 € initiaux, augmentés de 4% du principal, soit 4 €. De même, à la fin de la deuxième année, le compte vaudra 108,16 €, un chiffre qui représente 104% de 104 €, et au bout de dix ans, le calcul ayant été opéré de la même manière d'année en année, 142,33 €. Le calcul de la *valeur actuelle* d'une somme qui sera touchée à un moment futur est en fait, strictement l'inverse : sachant que je recevrai dans dix ans une somme de 100 €, quelle est sa *valeur actuelle* ou, autrement dit, quelle est la somme qui, placée pour dix ans, produira un total de 100 € ? Quand l'opération est envisagée de cette manière, c'est-à-dire en partant du futur et en revenant vers le présent, le taux utilisé est dit « taux d'escompte ». La réponse est 70,26 €. Le raisonnement qui sous-tend l'idée est du type « un tiens vaut mieux que deux tu l'auras » : un paiement à venir doit être situé dans la perspective où tout capital possède la capacité d'être placé et « rapporte » donc nécessairement avec le temps qui passe.

On peut recourir à un calcul identique pour l'ensemble des dividendes à venir d'une action avant d'en faire la somme. La suite est bien entendu infinie mais, comme on vient de le voir, plus un dividende est éloigné dans l'avenir, moins sa valeur actuelle est élevée et moins son impact est significatif dans le calcul de la somme totale.

Pour être tout à fait complet, il faudrait encore ajouter au montant ainsi obtenu, la valeur escomptée de la part de capital qui serait allouée à chaque détenteur d'action si la firme venait à disparaître. Ce montant peut être calculé sur la base de la valeur de la compagnie au jour d'aujourd'hui, multiplié par la probabilité pour celle-ci de fermer ses portes au cours de chacune des années à venir.

Comme on a pu le constater, la *valeur* d'une action calculée de cette manière met en jeu un nombre élevé d'inconnues et leur liste ne s'arrête pas là puisque si le calcul des

dividendes futurs se fait proportionnellement au prix de l'action, celui-ci devrait être lui aussi connu à chacune des échéances futures. De plus, il n'est pas certain non plus que le taux utilisé par la firme pour déterminer le dividende demeurera constant. Et ainsi de suite.

On l'aura compris, le calcul de la valeur d'une action comme somme de la *valeur actuelle* des dividendes futurs n'est pas une mince affaire et suppose, si l'on veut aboutir à un chiffre, de nombreuses simplifications. En pratique, on maintient constante la valeur d'un grand nombre de caractéristiques, en leur attribuant leur chiffre actuel.

Les institutions financières emploient néanmoins des analystes qui calculent la « valeur » des actions de cette manière, comme un prix-plafond à ne pas dépasser dans l'achat de titres. Ils comparent la valeur de l'action calculée de cette manière au cours actuel du titre et recommandent alors d'en acheter davantage si le cours du jour est inférieur au chiffre obtenu pour la *valeur*, ou au contraire d'en vendre, s'il lui est supérieur.

#### Les recettes comme substitut des dividendes

J'ai dit plus haut que certaines compagnies ne versent pas de dividendes, ce qui rend bien entendu le calcul de leur valeur actuelle absolument impossible. Les analystes utilisent alors comme substitut au montant des dividendes celui des recettes trimestrielles de la société. Le raisonnement qui justifie cette substitution est que les sommes non-distribuées sont réinjectées comme capital dans la société, contribuant ainsi à son expansion future et ne manqueront pas un jour de se concrétiser en dividendes. L'argumentation est spécieuse à plus d'un titre, ce qui ne l'empêche pas, comme c'est souvent le cas en science économique, de se retrouver sous la plume des auteurs les plus respectés. Ainsi, Jeremy Siegel, professeur de finance à la prestigieuse *Wharton School* de l'Université de Pennsylvanie, tient que « la politique que la direction des entreprises adopte en matière de dividendes importe peu. La raison en est que les dividendes qui ne sont pas versés aujourd'hui sont réinvestis par la firme et seront versés à l'avenir sous la forme de dividendes plus élevés » (Siegel 1998 : 78).

#### L'indépendance du prix par rapport aux volumes échangés

Les éléments sont maintenant réunis qui permettront de comprendre la dialectique subtile qui règle le rapport entre la *valeur* d'une action boursière et son *prix*. Un prix de règlement se crée en bourse, on l'a vu, aussitôt qu'il y a rencontre au même niveau d'un prix demandé et d'un prix offert, et ceci quelque soit le volume échangé : il peut s'agir aussi bien d'un seul titre vendu ou de dix mille, et le cours de l'action s'établit à ce niveau. Si le volume offert et le volume demandé diffèrent, la transaction portera bien évidemment sur le volume le plus faible des deux. <sup>1</sup>

Donc le volume de titres échangés est sans importance pour qu'un prix se constitue : il suffit qu'une action soit transférée pour qu'un prix de règlement soit apparu et certains des acteurs présents sur les marchés les manipulent en tirant précisément parti de l'indépendance du prix par rapport aux volumes échangés. Monroe Trout, un trader américain parmi les plus fameux expliquait l'une de ses stratégies fondée sur cette particularité : « Par exemple, si je suis *long* [acheteur] de mille contrats *futures Standard & Poor's 500* <sup>2</sup> et qu'il est onze heures trente à l'heure de Chicago, je vais probablement vouloir introduire une espèce d'ordre d'achat de volume décroissant, comme en acheter dix lots chaque fois que le marché baisse d'un *tick* <sup>3</sup>, pour maintenir le marché dans ma direction. Un petit nombre de contrats suffira à ce moment-là de la journée pour soutenir le marché puisqu'il n'y a que peu de contrats échangés [il est 12 :30 h à New York et les négociateurs déjeunent] » (in Schwager 1992 : 155). Un commentateur affirme dans le même sens qu'« Un trader du *pit* [la « corbeille »] peut commencer par vendre, bien que son intention soit en réalité d'acheter ; la vente initiale peut amorcer une tendance à la baisse qui permet au trader de créer une position *long* [acheteuse] à un prix moins élevé. De telles tendances sont communes mais de courte durée » (Daigler 1994 : 148). <sup>4</sup>

### La dynamique du prix

---

<sup>1</sup> Soit, sur un exemple : un courtier est prêt à vendre 3.000 titres de la compagnie Lambda au prix de 100,56 tandis qu'un de ses collègues est disposé à en acheter 2.000 au même prix. La transaction portera, cela va de soi sur 2.000 titres.

<sup>2</sup> Il s'agit d'un contrat à terme sur l'un des indices boursiers de la bourse principale de New York : le *New York Stock Exchange*.

<sup>3</sup> La plus petite unité de prix par laquelle le pris peut varier : le *tick* vaut cinq centimes sur ce marché.

<sup>4</sup> La suggestion que de telles tendances seraient de courte durée, parce qu'induites d'intention délibérée, demanderait à être étayée par des faits. On conçoit qu'il serait *injuste* que de telles tendances se développent, mais l'idée que cela ne peut être le cas est trop clairement liée à la croyance en des *prix d'équilibre*, pour être automatiquement plausible.

Au moment où une transaction a lieu, la disparité éventuelle entre le volume de l'offre et celui de la demande est, on l'a vu, sans effet sur le prix. Les volumes ne jouent donc pas de manière directe sur la formation du prix : ils interviennent de manière plus subtile par le truchement du fait qu'à la suite d'une transaction, et au cas où les volumes attachés aux ordres d'achat et de vente en présence n'étaient pas identiques, une partie de la demande ou de l'offre demeurera insatisfaite, et l'un des deux ordres survivra sous une forme « croupion ». <sup>5</sup> On observera alors la chose suivante : si une nouvelle offre ou une nouvelle demande ne se matérialise pas rapidement à ce même niveau pour éponger cette partie croupion, l'acheteur potentiel sera tenté d'augmenter quelque peu le prix de son offre, si c'est la demande qui demeure insatisfaite, et le vendeur éventuel sera tenté lui de baisser quelque peu le prix qu'il exigeait si c'est au contraire l'offre qui demeure insatisfaite. <sup>6</sup>

Le même processus se renouvellera pour recréer des prix de règlement et les ordres croupion d'achat et de vente, les volumes non satisfaits au sein d'ordres pré-existants, exerceront une certaine pression sur la direction dans laquelle le prix évoluera.

#### Le rôle joué par l'offre et la demande

Ce ne sont donc jamais les volumes absolus, agrégés, de l'offre et de la demande sur le marché dans son ensemble qui jouent mais l'offre ou la demande insatisfaite qui survit comme la partie croupion d'un ordre à la vente ou à l'achat individuel. La logique décrite ici force donc à reformuler la « loi » de l'offre et de la demande en termes du nombre absolu des ordres à la vente, c'est-à-dire du nombre de vendeurs, et du nombre absolu des ordres à l'achat, c'est-à-dire du nombre d'acheteurs et non des volumes absolus de l'offre et de la demande en présence. Une expression du prix en termes de volumes absolus n'est que partiellement correcte : elle l'est seulement dans la mesure où il existe généralement une corrélation, d'une part, entre le nombre de vendeurs et le

---

<sup>5</sup> Ainsi dans l'exemple offert précédemment, la transaction a porté sur 2.000 titres, mais le courtier qui a acheté ces titres était en fait disposé à en acquérir 3.000 à ce même prix. Le résidu de son ordre lui reste donc sur les bras. La demande à 100,56 était de 3.000 titres tandis que l'offre n'était elle que de 2.000. L'affaire s'est faite au point de rencontre des deux volumes en présence.

<sup>6</sup> Ainsi, dans notre exemple, l'acheteur potentiel va être tenté d'augmenter quelque peu le prix de son offre pour les 1.000 titres restants dont il est à la recherche, à 100,58 par exemple.

volume global de l'offre, et d'autre part, entre le nombre d'acheteurs et le volume global de la demande.

C'est donc de cette manière « discrète », par étapes, chacune engendrée par l'existence éventuelle d'un *résidu* de titres offerts ou demandés dans le cadre d'ordres singuliers à la vente ou à l'achat, que l'influence de l'offre et de la demande va se faire sentir. Adam Smith avait déjà très bien décrit ce mécanisme, mettant en scène l'offre *par vendeur* et la demande *par acheteur*. « Lorsque la quantité d'une marchandise apportée au marché est moindre que la demande effective, tous ceux qui sont disposés à payer la valeur totale de la rente, des salaires et du profit, qui doivent être dépensés pour l'y conduire, ne peuvent être fournis de la quantité qu'ils désirent. Plutôt que de la vouloir telle quelle, certains d'entre eux seront prêts à payer davantage. Une concurrence s'installera immédiatement entre eux, et le prix du marché augmentera plus ou moins au-dessus du prix naturel, selon que, soit l'importance du manque, soit la richesse ou le luxe capricieux des concurrents, contribuent à animer plus ou moins l'âpreté de leur concurrence (...) Quand la quantité apportée au marché excède la demande effective, elle ne peut être toute vendue à ceux qui sont disposés à payer la valeur totale de la rente, des salaires et du profit, qui doivent être payés pour l'y conduire. Une partie doit être vendue à ceux qui sont disposés à payer moins, et le bas prix qu'ils offrent pour elle doit réduire le prix du tout. Le prix marchand baissera plus ou moins en-dessous du prix naturel, selon que la grandeur de l'excès accroît plus ou moins la concurrence des vendeurs, ou selon qu'il est plus ou moins important pour eux de se débarrasser immédiatement de la marchandise » (ibid. 73-75).

#### L'indépendance du prix de l'action par rapport à sa valeur

Si les différents intervenants sur les marchés boursiers avaient l'attention fixée sur la « valeur » du titre, celle-ci se confondrait avec ce qu'Adam Smith appelle le *prix naturel* et les ventes et les achats se confindraient aux alentours immédiats de ce prix. Or ceci n'est nullement le cas : ce que l'on observe, c'est que dans la situation la plus courante, qui est celle de la totalité des séances journalières à l'exception d'une seule par trimestre <sup>7</sup>, les acheteurs et les vendeurs ne se préoccupent aucunement de la « valeur »

---

<sup>7</sup> Pour les compagnies américaines en tout cas.

du titre mais uniquement de son prix, et plus précisément de l'évolution récente de ce prix. Les stratégies des intervenants sont toutes motivées par leur souci fondamental de réaliser un profit en achetant au prix le plus bas et en vendant au prix le plus élevé. Ils s'intéressent du coup à la tendance du prix évaluée sur un laps de temps dont la durée dépend du fait que leur perspective est à court ou à long terme, et décident d'acheter si la tendance est à la hausse et de vendre si elle est à la baisse. Cet intérêt pour la tendance introduit ce qu'on appelle une *rétroaction positive*, c'est-à-dire un effet de renforcement. Le raisonnement inverse intervient également, même s'il est beaucoup moins couramment observé, qui conduit les intervenants à juger que si une tendance s'est dessinée depuis un certain temps ou a atteint un niveau donné de plus-value ou de moins-value, elle ne tardera pas à s'inverser.<sup>8</sup>

Une dynamique s'installe ainsi qui conduit le prix à « vivre sa propre vie », à évoluer de manière indépendante de sa « valeur » en fonction de sa *tendance* lue par les différents acteurs dans son évolution historique récente. L'inclination des intervenants à suivre *la tendance qu'indique la tendance* explique les phénomènes dits de « bulle financière » où le prix décolle, parfois pour des années, de la « valeur » définie comme valeur actuelle des dividendes futurs, manifestant la persistance d'un excès d'acheteurs par rapport au nombre des vendeurs. Inversement, lorsque la tendance s'amorce à la baisse, le même effet de renforcement peut conduire au krach.

#### Le réalignement du *prix* de l'action sur sa *valeur*

J'ai pris la précaution un peu plus haut de préciser que les choses se passent de cette manière à l'exception d'un jour par trimestre. Le jour en question est celui où une compagnie américaine rend publics ses résultats financiers et où les analystes, calculant ses recettes au prorata du nombre de ses actions, annonceront que le prix actuel de l'action – le cours du jour, tel qu'il a été atteint durant la partie antérieure du trimestre, quand le prix de l'action vivait sa propre vie – est sur-évalué ou sous-évalué, conduisant

---

<sup>8</sup> Une simulation informatique du fonctionnement de la bourse de New York révèle dans l'évolution des prix successivement atteints, l'alternance des « envolées » à la hausse et à la baisse engendrées par les ordres qui suivent la tendance avec un amortissement du mouvement lorsqu'interviennent massivement les stratégies « contrariantes » qui parient elles sur un renversement de la tendance.

alors à un réajustement immédiat du cours au niveau de la « valeur » ainsi calculée, le *prix* et la *valeur* étant soudainement réconciliés.

Je dois préciser que la manière dont je viens de décrire le mécanisme de la correction entre *prix* et la *valeur* a été quelque peu simplifiée pour permettre sa compréhension immédiate. Dans les faits, les analystes financiers consacrent une grande partie de leur activité à prévoir le montant des recettes par action que révélera la publication trimestrielle du bilan de l'entreprise et la presse financière fait connaître dans la période qui précède, le « consensus des économistes » quant à la valeur qu'aura ce chiffre. La sévérité du réajustement entre *valeur* et *prix* dépend de l'écart entre le chiffre annoncé le jour dit par l'entreprise et celui du « consensus » atteint par les analystes dans les jours qui précèdent.

Un scandale éclata aux États-Unis en 2001 et 2002 quand la presse entreprit de révéler les manipulations auxquelles se livraient les entreprises pour que le montant annoncé des recettes par action dépasse légèrement mais systématiquement le chiffre calculé par les analystes. Dans les années 1990, un mouvement était né qui prônait la *motivation* des dirigeants d'entreprises et avait conduit à indexer de fait leurs émoluments sur le prix de l'action de leur firme. La méthode constituait à leur allouer des paquets de *stocks options*, c'est-à-dire l'option d'acheter un certain nombre d'actions de leur propre société, de manière différée mais au cours du jour où cette allocation avait eu lieu. Dans l'esprit des promoteurs des *stock options*, leur zèle à faire grimper le prix de l'action récompenserait les dirigeants d'entreprise pugnaces par la plus-value qu'ils pourraient empocher. Le nouveau système les encouragea en fait à différentes pratiques douteuses visant à garantir ce gain, telles qu'antidater l'allocation des *stock options* (parmi les coupables : Microsoft, MacAfee, Monster), concentrer les dépenses dans les jours qui suivent immédiatement la publication trimestrielle des recettes afin que celles-ci soient gonflées artificiellement dans la période qui la précède immédiatement (par exemple, General Motors, et encore à l'heure où j'écris), transférer la responsabilité des pertes à des compagnie annexes (ce fut le cas d'Enron), modifier la définition comptable de certains comptes pour en faire des « recettes », ce qui peut se faire par exemple en travestissant un emprunt en une vente suivie d'un rachat à un prix plus élevé (encore Enron) ou en une assurance qui n'a d'assurance que le nom, un risque réel n'ayant jamais

été couru ou ayant cessé d'exister au moment de la conclusion du contrat (la compagnie d'assurances AIG).

### La valeur d'une action est un second prix

On commence donc à mieux discerner ce que le rapport entre la *valeur* et le *prix* signifie dans le cas que nous examinons ici de la *valeur* et du *prix* d'une action boursière : il s'agit en réalité du rapport entre deux prix, l'un, dit « la valeur » qui résulte d'un calcul où le prix de diverses composantes est additionné et l'autre, le « prix », qui résulte de la libre interaction des intervenants sur les marchés et de leurs spéculations relatives à l'évolution future du prix. On aura remarqué au passage dans l'extrait de *La richesse des nations* cité plus haut, que dans un cas comparable, Adam Smith, lui aussi, parlait de deux *prix* : ce que j'appelle ici sans plus, le *prix*, est son « prix de marché », tandis que la *valeur* est son « prix naturel », qu'il avait auparavant caractérisé comme étant « la valeur totale de la rente, des salaires et du profit ». Antérieurement dans son texte, il avait défini le « prix naturel » dans les termes suivants : « Lorsque le prix d'une marchandise n'est ni plus ni moins que ce qui suffit à payer la rente de la terre, les salaires de la force de travail et les profits du capital utilisés à la produire, la préparer et la conduire au marché, selon leurs taux naturels, la marchandise est alors vendue pour ce que l'on peut appeler son prix naturel » (Smith 1976 [1776] : 72).. Il s'agit donc bien là d'une conception « additive » du prix.<sup>9</sup> Ce prix « naturel », il l'oppose au *prix marchand* (ou *prix de marché*) d'une marchandise qu'il définit comme « Le prix effectif auquel une marchandise est communément vendue s'appelle son prix marchand. Celui-ci peut être inférieur, supérieur ou exactement semblable à son prix naturel » (ibid. 73). On a vu plus haut comment ce *prix marchand* se détermine.

### Le prix spéculatif

Il est maintenant possible de définir ce qu'est le prix « spéculatif » : c'est le *prix marchand* quand il est éloigné du *prix naturel*, autrement dit, dans le cas des titres de sociétés : c'est le prix qui « vit sa propre vie » sur le marché boursier quand il s'éloigne du prix de nature *additive* qu'est la valeur actuelle (*escomptée*) des dividendes futurs.

---

<sup>9</sup> Dans mon texte de 1999 je m'étais intéressé à l'hésitation d'Adam Smith entre deux théories de la *valeur*, l'une, fondée sur le principe *additif* : *salaires + rentes + profits*, ou sur le temps de travail uniquement ; je n'y reviens pas ici (Jorion 1999).

Quant au « spéculateur », c'est celui qui ne croit pas au *pouvoir attracteur* de la *valeur* pour le *prix*, qui ne croit qu'à ce qu'il voit, à savoir au *prix marchand*. Le risque auquel il s'expose est celui que j'ai mentionné à propos de la publication des résultats financiers trimestriels des entreprises : la correction qui a alors éventuellement lieu en direction de la *valeur*, c'est-à-dire en direction du prix tel qu'il peut être calculé de manière additive.

### L'arbitrage entre différents prix

En fait, il existe en finance un principe tout à fait général dit de *non-arbitrage* qui devrait normalement interdire un décollage « spéculatif » du prix et le maintenir au contraire au voisinage de la *valeur*. Un « arbitrage » consiste à acheter un produit là où il est bon marché et à le revendre là où il est plus cher, pour bénéficier de la différence des deux prix. La libre-circulation sur les marchés implique que les situations où existent de telles opportunités d'arbitrage ont tendance à disparaître au cas où elles existeraient. En effet, un certain nombre d'intervenants ne manqueront pas de noter l'opportunité et la concurrence entre eux finira par gommer la différence de prix qui autorisait l'arbitrage.<sup>10</sup> Dans un cas qui fit la une de l'actualité en février 1995, le courtier Nick Leeson causa la perte de la vénérable banque d'affaires Barings. Leeson avait fait son fonds de commerce de l'obligation faite aux intervenants sur le marché financier de Singapour de traiter localement leurs opérations sur le contrat *future* de l'indice du marché boursier japonais, le Nikkei ; cette contrainte nationaliste rendait ces instruments moins liquides qu'ils ne l'étaient sur le marché d'Osaka au Japon, créant ainsi une occasion d'arbitrage dont il faisait son profit (Gapper & Denton 1996 :13).

### Les produits *synthétiques*

Les opérations financières complexes peuvent souvent être décomposées de diverses façons en opérations plus élémentaires. Celles-ci peuvent alors être recombinaisonnées, autorisant un arbitrage au cas où le prix de ces différents éléments n'est pas parfaitement aligné. Un montage visant spécifiquement à reproduire une opération financière complexe en recombinaisonnant différemment ses éléments séparés, est appelé « synthétique ». J'en ai donné un exemple plus haut quand j'ai mentionné parmi les

---

<sup>10</sup> Ceci bien entendu s'ils ne s'entendent pas pour maintenir la différence de prix afin de bénéficier ensemble de l'écart observé.

manipulations des comptes des entreprises, le travestissement d'un emprunt en une vente suivie d'un rachat à un prix plus élevé. Le bénéfice ici n'est pas immédiatement pécuniaire : il réside dans le traitement comptable différent en termes d'actifs et de passifs d'une vente et d'une dette.<sup>11</sup> Les *options* financières sont des instruments financiers pour lesquels la *position* qu'elles créent peut le plus souvent être reconstruite *synthétiquement* de multiples manières.

Comme on l'imagine, un arbitrage n'est authentiquement possible entre une opération financière et son montage synthétique que si celui-ci peut être aisément réalisé. Si l'opération est trop complexe, les intervenants ne s'y aventureront pas et l'opportunité d'arbitrage se maintiendra. Or, c'est bien de cela qu'il s'agit dans le cas de l'écart entre le *prix naturel* d'une action boursière (sa *valeur*) et son *prix marchand*.

#### L'arbitrage entre le *prix* et la *valeur* d'une action

Toute interprétation « additive » du prix, en proposant la liste des éléments qui devraient être additionnés, offre du fait même la recette qui pourrait être suivie pour recomposer l'équivalent du même produit de manière synthétique. S'il était simple de composer un portefeuille de positions équivalentes à une suite infinie de dividendes échelonnés dans le temps, le prix marchand de l'action serait davantage forcé qu'il ne l'est aujourd'hui de s'aligner sur le prix de ce portefeuille « synthétique ». Comme ce n'est, bien entendu, pas le cas, le cours d'une action en bourse est libre, comme on le constate dans les faits, de diverger de manière fantasque du prix d'un tel portefeuille. De même, s'il était possible de constituer pour tout produit susceptible d'être conduit au marché, un portefeuille de positions équivalentes à « la rente de la terre, aux salaires de la force de travail et aux profits du capital utilisés à le produire, le préparer et le conduire au marché, selon leurs taux naturels », le *prix marchand* de cette marchandise s'éloignerait moins – qu'on ne l'observe – de son prix naturel – qui ne serait autre alors que celui d'un tel portefeuille.

#### L'interprétation du prix en termes de *conventions*

---

<sup>11</sup> Le bénéfice est alors dans une différence de taxation ou dans la constitution de réserves, voire tout bonnement dans un bilan faisant meilleure figure.

En France, André Orléan a proposé il y a quelques années une explication du prix d'une action qui présente certains points communs, mais aussi quelques divergences fondamentales, avec ce que j'ai avancé ici. Commençons par les points communs. Le fait que le prix de marché soit ramené quatre fois par an au niveau du prix additif fondé sur les dividendes présente un caractère rituel tel qu'il ne serait pas exagéré de dire que c'est « par convention » que le prix est réaligné sur la « valeur » définie de cette manière.

Considérer que le prix est défini purement « par convention », c'est-à-dire par un simple phénomène d'opinion serait cependant excessif : on l'a vu, le prix marchand est ramené – rituellement peut-être mais néanmoins effectivement – vers la « valeur », quatre fois par an. Orléan défend l'idée que la « valeur » serait une sorte d'*idéologie* du prix mais que rien ne le contraint à rester dans son sillage : la logique du prix serait purement spéculative et donc libre d'évoluer où bon lui semblerait. Ce qui n'est pas du tout la conception que je défends ici.

Pour rendre compte du rapport entre le prix marchand d'une action et sa « valeur », il existe une analogie que je reprends à Lacan, tout en transposant radicalement son contexte, celle du « point de capiton ». Lacan explique que chez un sujet, les signifiés et les signifiants de la langue constituent deux niveaux au comportement largement dissocié (il faudrait ajouter que les signifiants sont eux organisés en réseau). Chez le psychotique, dit-il, l'indépendance est totale, c'est-à-dire que les signifiants, les « mots », n'interviennent plus que dans les connexions qu'ils entretiennent les uns vis-à-vis des autres<sup>12</sup>, sans ancrage nécessaire dans le sens. Chez le sujet normal, il existe au minimum un certain nombre de « points de capiton » où le mot est noué à son sens, interdisant aux deux couches du signifiant et du signifié de glisser de manière entièrement libre l'une par rapport à l'autre. De la même manière, la publication des chiffres trimestriels des entreprises offre les points de capiton : un ancrage dans la prétendue « valeur » – qui n'est autre, on l'a vu, que le prix envisagé dans une perspective additive.

J'ai concédé plus haut à Orléan, que la nature du « point de capiton » lui-même (les recettes trimestrielles de la firme divisées par le nombre des actions) est de nature

---

<sup>12</sup> J'en ai établi le catalogue au chapitre 9 de Jorion 1990.

conventionnelle puisqu'on pourrait définir ce qui constitue à proprement parler « la valeur » de multiples autres manières. La difficulté à laquelle Orléan se heurte, c'est que pour lui, comme pour le sujet psychotique de Lacan, le prix et « la valeur » constituent deux couches dont le comportement peut être autonome. Chez moi au contraire, les deux prix, le prix « spéculatif » – dont la logique est purement interne (on achète des actions quand leur prix monte et on les revend quand il baisse) et le prix additif (la prétendue « valeur ») sont ancrés l'un à l'autre... quatre fois par an au moins.

Autre divergence, le mécanisme qui lie – de manière causale – les représentations des acteurs au prix tel qu'il se constitue « intrinsèquement » en suivant sa propre logique, dans sa phase « spéculative ». Orléan a très judicieusement fait remarquer que « les regards des agents ne sont pas tournés vers l'économie réelle, mais vers les anticipations des autres intervenants » (Orléan 2005 : 3). Il a noté aussi « l'autonomie de la croyance collective vis-à-vis des croyances personnelles », à savoir que « tous les individus peuvent croire P et, simultanément, croire que le groupe croit Q » (ibid. 6). Tout cela est finement observé. Mais quelle incidence cela a-t-il sur le prix ? Orléan considère que la croyance collective, dûment informée, détermine la formation du prix. Il n'avance pas, je l'accorde, qu'elle prévoit correctement ce qui va se passer, mais certainement, qu'elle *produit* ce qui va se passer. La manière cependant dont elle s'y prend, à mon sens, il ne la révèle pas.

La mise au point d'une simulation multi-agents du marché boursier de New York (Jorion 2006) m'avait forcé à constater la chose suivante : afin que le prix de l'action ne s'effondre pas rapidement, une condition doit être remplie : que de manière constante, les proportions respectives des acteurs présents sur le marché qui se trompent quant à son évolution future et ceux qui ont deviné juste, doivent toutes deux rester proches des 50%. À défaut, le marché subit à brève échéance, un krach. J'avais attribué à chacun des acteurs la combinaison de deux stratégies : l'une, « grégaire », de suivi de la tendance, l'autre, « contrariante », de renversement de la tendance quand celle-ci a persisté un certain temps ou a atteint un certain niveau de plus- ou de moins-value. La première stratégie débouche bien entendu sur des effets d'emballement, de « bulle », la seconde contrecarre de tels effets. La simulation mettait en évidence qu'aucune combinaison de stratégies n'assure aussi certainement la stabilité du prix que leur absence totale : quand

les acteurs jouent leur prochain mouvement d'achat ou de vente, pour ainsi dire, « à pile ou face ». Ceci signifie la chose suivante : que la représentation collective, l'anticipation des acteurs par rapport aux mouvements du marché, ne débouche sur une certaine stabilité du prix que parce qu'une telle connaissance est en fait hors d'atteinte : les acteurs se trompent aussi souvent qu'ils ont raison du fait de l'impossibilité objective d'anticiper les stratégies de l'ensemble des autres acteurs, c'est-à-dire, de deviner où va le prix : il existe sans doute des gagnants et des perdants mais ceux-ci sont purement et simplement des gagnants et des perdants d'ordre « statistique », du fait que, dans une perspective probabiliste, certains bénéficieront de séries heureuses tandis que d'autres seront les victimes de séries noires. La chose ne devrait pas surprendre : le fait qu'il n'existe aucune persistance dans les résultats d'année en année pour les gérants de fonds mutuels a été mis en évidence il y a de nombreuses années déjà.

Orléan a donc raison quand il affirme que les acteurs anticipent le comportement du marché mais le fait est que le système est trop complexe pour qu'une anticipation puisse prévoir ce qui va se passer, et cette anticipation universelle n'a du coup aucun rôle à jouer dans la formation réelle du prix où elle n'intervient que comme un bruit de fond sans conséquence. Orléan avance qu'il existe une différence fondamentale entre la dynamique de la formation des prix et d'autres phénomènes : que les prix sont causés par des représentations collectives. Mais le fait est que ces représentations collectives sont structurées tandis que les prix eux ne le sont pas. Il aurait convenu au moins qu'Orléan rende compte de ce paradoxe. Du mécanisme causal qui lie les premières aux seconds, il ne dit cependant rien.

### Conclusion

Ce que j'ai eu l'occasion de mettre en évidence à propos de la *valeur* et du *prix* d'une action en bourse, c'est que ce qu'on appelle la « valeur » n'est en réalité que l'un parmi deux moyens existants de déterminer le prix : ce qu'Adam Smith appelait le *prix naturel*, par opposition au *prix marchand*, lequel est créé par l'action spontanée des intervenants sur le marché tandis que la *valeur* ou *prix naturel* correspond à un calcul reflétant une interprétation additive du prix. Le calcul d'une *valeur* suppose en effet qu'il est possible de décomposer le prix de la marchandise en un ensemble de prix

correspondant à chacun de ses divers composants, et qu'il doit exister une opportunité d'arbitrage entre le prix du tout et la somme du prix des parties, qui obligera le premier à s'aligner tendanciellement sur celle-là.

Dans le cas d'une action boursière, la synthèse de ces différents composants n'est cependant pas réalisable, interdisant un tel arbitrage. Et c'est par une sorte de convention généralement admise que la publication des résultats trimestriels d'une entreprise, qui autorise – bien que de manière très stylisée – un calcul du prix des différents éléments constitutifs de l'action, à savoir ses dividendes futurs, débouche sur un réajustement du cours du titre, c'est-à-dire son *prix* de marché, au niveau défini par l'interprétation additive de son prix qu'est sa *valeur*.

Resituant maintenant cette réflexion sur le prix et la valeur d'une action en bourse dans le cadre plus général de l'exposé que j'avais consacré en 1999 au « rapport entre la valeur et le prix », il me paraît aujourd'hui possible d'expliquer plus clairement pourquoi « le *prix* tend vers la *valeur* comme une chose imparfaite tend vers son idéal », parce que la notion de *valeur* cache dans bien des cas une conception additive du prix et que, dans la représentation idéalisée d'un marché *parfait*, le prix du tout doit nécessairement équivaloir à la somme du prix des parties.

### **Références bibliographiques:**

Daigler, Robert T., 1994 *Financial Futures and Options Markets. Concepts and Strategies*, New York : HarperCollins

Gapper, John & Denton, Nicholas, 1996 *All that Glitters: The Fall of Barings*, London : Hamish Hamilton

Jorion, Paul, 1990, *Principes des systèmes intelligents*, Paris : Masson

Jorion, Paul, 1999, « Le rapport entre la valeur et le prix », *Revue Canadienne de Sociologie et d'Anthropologie*, Vol. 36, No 1, 37-64

Jorion, Paul, 2006, « Adam Smith's 'Invisible Hand'; Revisited. A Simulation of the New York Stock Exchange », *Actes du Premier Congrès Mondial de Simulation des Systèmes Sociaux*, Kyoto, août 2006, Berlin : Springer-Verlag

Orléan, André, 2005, *Croyances et représentations collectives en économie*, Projet pour une direction études cumulante à l'EHESS, 11 pages

Schwager, Jack. D. , 1992 *The New Market Wizzards. Conversations with America's top traders*, New York : HarperBusiness

Siegel,Jeremy, 1998 *Stocks for the Long Run. The Definitive Guide to Financial Market Returns and Long-Term Investment Strategies*, New York : McGraw-Hill

Smith, Adam , [1776] *An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations*, 2 vol., Oxford : Oxford University Press, 1976