

Efficiencia des marchés boursiers : Émergence du paradigme comportemental

Stock market efficiency: Emergence of the behavioral paradigm

Mohamed BELAHSEN, (*Enseignant chercheur*)

*École Nationale de Commerce et de Gestion Meknès,
 Université Moulay Ismail de Meknès, Maroc*

Sara HALOUI, (*Enseignante chercheuse*)

*École Nationale de Commerce et de Gestion Meknès,
 Université Moulay Ismail de Meknès, Maroc*

E-mail :

Adresse de correspondance :	École Nationale de Commerce et de Gestion, B. P. 3102 Toulal, Meknès
Déclaration de divulgation :	Les auteurs n'ont pas connaissance de quelconque financement qui pourrait affecter l'objectivité de cette étude et ils sont responsables de tout plagiat dans cet article.
Déclaration de la revue	Ce papier est publié sans frais de traitement APC.
Conflit d'intérêts :	Les auteurs ne signalent aucun conflit d'intérêts.
Citer cet article	BELAHSEN, M., & HALOUI, S. (2024). Efficiencia des marchés boursiers : Émergence du paradigme comportemental. <i>International Journal of Accounting, Finance, Auditing, Management and Economics</i> , 5(9), 631-646. https://doi.org/10.5281/zenodo.13856910
Licence	Cet article est publié en open Access sous licence CC BY-NC-ND

Received: August

Accepted: September

International Journal of Accounting, Finance, Auditing, Management and Economics - IJAFAME

ISSN: 2658-8455

Volume 5, Issue 9 (2024)

Efficience des marchés boursiers : Émergence du paradigme comportemental

Résumé

Le présent article vise d'apprécier l'émergence de la finance comportementale tout en mettant en cause, en premier lieu, l'hypothèse de l'efficience des marchés boursiers (HEM) qui est considérée comme la pierre angulaire de la finance moderne depuis un certain temps. En effet, l'HEM suppose, théoriquement, qu'un marché est dit efficient si le prix des instruments financiers reflète exactement toute l'information disponible relatif aux actifs financiers, ce qui suppose que les informations futures sont imprévisibles et l'évolution du prix de chaque actif financier suit une évolution aléatoire et par la suite qu'il n'y a ainsi jamais d'erreurs dans les valorisations. Quant à la deuxième partie, elle est consacrée à l'analyse des différentes anomalies de l'hypothèse d'efficience des marchés notamment du comportement irrationnel des investisseurs/intervenants sur les marchés boursiers ainsi que les erreurs que peuvent commettre, qui ont été largement négligées par l'HEM lors l'élaboration dans les processus de gestion vu qu'ils sont considérés comme des simples calculateurs et qualifié de bruiteurs et par transition l'impact sur les marchés boursiers ainsi que les explications rationnelles à la sous réaction à l'information.

En dernier lieu, on a discuté l'apport de l'analyse comportementale à l'explication (i) des anomalies des marchés boursiers par le biais d'analyse du lien entre l'heuristique de disposition et la sous performance traduisant la volatilité excessive des marchés. Un tel comportement conduit les investisseurs à une gestion sous-optimale de leur portefeuille dont les origines peuvent être multiples et, (ii) le lien entre les échanges excessifs et le biais de sur confiance.

Mots clés : Efficience des marchés financiers, la finance comportementale, anomalies des marchés.

Classification JEL : G10, G14, G41.

Type de l'article : Article théorique.

Abstract

The aim of this article is to assess the emergence of behavioral finance while challenging firstly the efficient market hypothesis (EMH) which has been considered the cornerstone of modern finance. Indeed, the HEM assumes, theoretically, the market is said to be efficient if the price of financial instruments accurately reflects all available information about the financial assets, which in turn assumes that future information is unpredictable and the price of each financial asset follows a random evolution, and that there are therefore never any errors in valuations. The second part is devoted to an analysis of the various anomalies in the efficient market hypothesis, in particular the irrational behavior of investors/stock market participants, and the errors they can make, which have been largely neglected by the EMH in the development of management processes since they are considered as and qualified as noisemakers, and in transition the impact on stock markets, as well as the rational explanations for the under-reaction to information.

Finally, we discussed the contribution of behavioral analysis to the explanation of (i) stock market anomalies through analysis of the link between disposition heuristics and underperformance reflecting excessive market volatility. Such behavior leads investors to sub-optimal portfolio management, the origins of which can be multiple, and (ii) the link between excessive trading and overconfidence bias.

Keywords: Financial market efficiency, behavioral finance, market anomalies.

JEL classification: G10, G14, G41.

Paper type: Theoretical Research

1. Introduction

Bien que la globalisation de l'économie ait été voulue pour de nombreuses raisons, nous pouvons clairement affirmer que la financiarisation a été un versant décisif de celle-ci qualifiée pour certains d'impulsion majeure à la globalisation.

De ce fait, et suite à la crise des années soixante-dix, de larges mesures ont été entreprises afin de libéraliser et développer les économies des pays occidentaux. Le secteur financier fut à joué un rôle primordial dans les réformes ayant pris place durant cette période et ce, suite à (i) une demande accrue pour se financer auprès des marchés internationaux et, (ii) le retour en force des idées libérales avec la montée au pouvoir de Margaret Thatcher en Grande-Bretagne et le président Ronald Reagan aux Etats-Unis, qui ont entrepris des réformes spectaculaires en matière d'austérité et d'affirmation de la nécessité du retour aux doctrines ultralibérales. Le fait est que de grands noms de l'économie et notamment des prix Nobel tels que Gary Becker, Milton Friedman, Tullock ont influencé de façon déterminante les hommes politiques de cette période en garantissant une efficience des marchés ainsi que la performance économique par le biais de la réduction de l'intervention de l'état dans l'économie ainsi que la libéralisation des marchés financiers.

Nous essaierons ci-dessous de montrer que la théorie de l'efficience n'a pas été épargnée par les chercheurs en finance et que ces derniers n'ont pas cessé de démontrer les écarts entre l'HEM et les données du marché. Nous procéderons en premier lieu par démontrer la non vérification totale ou partielle de certaines conditions nécessaires à l'HEM sur le terrain. En second lieu nous tenterons de comprendre pourquoi l'analyse fondamentale qui doit être au service de l'efficience n'est pas efficace.

Or, depuis le début des années quatre-vingt-dix, le monde de la finance a radicalement changé. Les grands principes tant qualitatifs que quantitatifs ont progressivement commencé à s'effondrer les uns après les autres cédant le pas à une volatilité et à une instabilité devenue incontrôlable et à des fluctuations exacerbées des marchés.

En effet, c'est à partir de cette date que des résultats empiriques ont commencé à jeter un doute sur l'HEM. Le courant de la finance comportementale auquel on consacrera la deuxième partie-constitue l'attaque la plus radicale envers l'HEM.

Il existe un très grand nombre de travaux empiriques qui ont mis en évidence des anomalies par rapport aux enseignements de la théorie de l'efficience des marchés financiers. Nous essaierons ci-dessous de montrer que la théorie de l'efficience n'a pas été épargnée par les chercheurs en finance et que ces derniers n'ont pas cessé de démontrer les écarts entre l'HEM et les données du marché. Nous procéderons en premier lieu par démontrer la non vérification totale ou partielle de certaines conditions nécessaires à l'HEM sur le terrain. En second lieu nous tenterons de comprendre pourquoi l'analyse fondamentale n'est pas efficace.

Étant donné que la notion d'efficience est grandement dépendante du principe de rationalité parfaite des investisseurs, il est tout à fait naturel de se pencher sur leurs comportements effectifs et sur leur supposée rationalité « irréprochable ». Or, il existe des investisseurs qui n'ont pas pour objectif la maximisation de leur espérance d'utilité et qui réagissent de manière non cohérente face aux informations qui leur sont diffusées. Ils sont qualifiés alors d'investisseurs irrationnels, ces derniers provoquent, selon Alamany, environ 20% de la volatilité excessive des rentabilités. Ces investisseurs ont aussi été qualifiés de bruiteurs et qui sont définis par Alexandre comme étant des « investisseurs caractérisés par une incapacité à reconnaître et à interpréter toute l'information disponible à un moment donné par le bruit qu'ils introduisent dans le prix qui n'est plus alors un signal efficient de l'information ».

Le comportement irrationnel de ces investisseurs peut être expliqué par plusieurs facteurs, par exemple le mauvais traitement de l'information, un besoin urgent de liquidités qui les oblige à se désengager du marché même s'il leur semble en hausse, ou encore l'influence de

l'environnement sur les investisseurs. De plus, un bon nombre de poches d'inefficiences sont provoqué, non par les investisseurs irrationnels mais par l'attitude des investisseurs jugés rationnels provoquant certains phénomènes, tels que la concurrence entre professionnels qui doivent préserver un bon niveau de performance.

➤ **La libre circulation et gratuité de l'information**

De nos jours nous constatons que pratiquement tous les gestionnaires arrivent à disposer, en temps réel, de toutes les informations diffusées par les agences de presses, qu'elles soient financières, économiques ou mêmes politiques ceci grâce au développement des technologies de l'information. Cependant, on ne devrait pas penser qu'il n'existe aucun obstacle à la libre circulation de l'information à savoir (i) le décalage temporel entre le moment de diffusion de l'information et le moment de son traitement et (ii) la deuxième limite apparaît auprès des petits porteurs. Ces derniers pour disposer de l'information doivent attendre que les informations diffusées par les agences de presses soient reprises dans les journaux et magazines financiers ou à la télévision.

➤ **Les coûts de transaction**

La condition de l'absence des coûts de transaction est totalement rejetée. Dans tous les marchés financiers du monde on retrouve des coûts de transaction que ce soit sous forme de rémunération des intermédiaires en bourses, ou d'impôt de bourses que supportent certaines places financières. Ces coûts de transaction varient d'une place à une autre, d'un type d'agents à un autre et d'un poids de transaction à un autre.

➤ **Le risque de liquidité et l'atomicité des investisseurs**

La théorie des marchés financiers stipule qu'une totale liquidité existe et que l'atomicité des investisseurs est globale.

En ce qui concerne la liquidité il ne doit pas y avoir de risque de contrepartie et le prix de l'actif ne doit jamais varier pour des problèmes de liquidité. Or, si cette condition peut être vérifiée sur le marché des changes elle ne peut être que difficilement vérifiée sur le marché des actions où les problèmes de liquidités sont assez importants notamment la bourse des valeurs mobilières de Casablanca.

Pour réduire ce risque de contrepartie, les investisseurs ont recours par exemple aux contrats d'animation conclus entre un établissement financier, société de bourse, et une entreprise cotée. Par ces contrats l'entreprise s'assure de trouver à tout moment un prix d'achat ou de vente auprès de l'établissement financier. Ce contrat permet alors à l'entreprise de vendre ou acheter des titres sur le marché sans avoir à subir un risque de contrepartie.

La variation importante des niveaux de transaction sur le marché peut nous donner une idée sur l'évolution future du titre, par exemple, le marché peut interpréter un ordre important d'un bloc d'actionnariat stable, notamment franchissement des seuils à la hausse tout comme à la baisse, comme un signe de changement de contrôle, stratégies, etc ... non encore connue par le publique, mais de grande importance. Nous remarquons alors que l'émission d'ordre important ne joue pas exclusivement à l'encontre de l'efficience, mais peut au contraire l'améliorer.

On peut alors conclure que les effets liquidités ne sont que partiellement en opposition avec la théorie de l'efficience des marchés financiers.

Pour ce qui est de la dernière condition à savoir : l'atomicité des investisseurs, elle est peu vraisemblable. Cette condition nécessaire à la validation de HEM est fortement limitée par l'existence des actionnaires stables qui préservent leurs parts pour des raisons stratégiques. Ces investisseurs sont insensibles à la publication d'information spécifique car leur but dépasse la simple spéculation.

➤ **Volatilité et instabilité des marchés**

La logique de l'efficience des marchés financiers stipule que le prix est à tout instant une estimation non biaisée de sa valeur intrinsèque et de ce fait, le prix observé sur le marché ne peut en théorie jamais s'écarter durablement de la valeur fondamentale. Or, Shiller a dans deux études publiées en 1981 et en 1984, été l'un des premiers à attirer l'attention sur le phénomène de volatilité excessive rendant ainsi les marchés capricieux, instables et par la même toute démarche d'investissement extrêmement risqué. De plus, il a tenté de voir si les variations des dividendes (qui représentent la principale variable censée expliquer la valeur des actions dans la théorie traditionnelle) étaient en mesure d'expliquer les fluctuations des cours des actions. Autrement dit, une chute aussi brutale (ex -20% en intraday) et importante des cours ne peut s'expliquer par une variation équivalente des valeurs fondamentales.

À cet effet, il a examiné la relation entre la variance des prix de marché et la variance de la valeur fondamentale des actions. La valeur fondamentale étant calculée à partir de la chronique des dividendes passés en utilisant le modèle de Gordon-Shapiro.

Plus encore, « Les tenants de l'efficience négligent les coûts de transaction et les coûts d'information et sous-estiment l'influence des investisseurs irrationnels, ou noise traders, sur le cours boursier. L'économiste J. Bradford DeLong⁸⁰ a pourtant montré que 20% de la volatilité sur les marchés financiers pouvait être attribuée à ces derniers... ».

Cette volatilité remet en cause l'hypothèse d'efficience des marchés financiers et à leur rationalité en mettant en évidence l'existence d'anomalies concernant la formation des prix des actifs et la performance.

Par conséquent, les krachs boursiers sont en effet les manifestations d'une volatilité excessive des actifs financiers. La volatilité mesure l'amplitude et la fréquence des variations de cours d'un instrument financier. Si l'hypothèse d'efficience était vérifiée, la volatilité des prix observés ne devrait pas être trop importante par rapport à celle des valeurs fondamentales. Aux yeux de la théorie de l'efficience, les crises sont des accidents momentanés. Selon Malkiel (2003), les bulles sont l'exception qui confirme la règle. La théorie de l'efficience ne conçoit la crise que comme le produit d'une irrationalité passagère.

La théorie des bulles rationnelles, supposée venir au secours de la théorie de l'efficience qui peine à appréhender certains phénomènes boursiers, peut donc se retourner contre elle. C'est notamment dans le contexte de l'après-krach de 1987 que s'est produite la remise en cause du versant informationnel de la théorie de l'efficience. L'approche comportementale s'est construite sur les insuffisances de la finance classique.

➤ **La saisonnalité, la rentabilité et la météorologie**

Contredisant l'hypothèse d'efficience des marchés, certaines études empiriques ont montré que les prix sont parfois prévisibles en raison de certains phénomènes de saisonnalité. Par exemple, le prix a tendance à diminuer le lundi (effet lundi) et à augmenter le vendredi (effet week-end) suite au calibrage des Vls hebdomadaires des fonds gérés (OPCVM). Une étude menée de 1953 à 1977 sur l'indice boursier américain S&P500 montre une rentabilité négative en début de semaine et des variations positives les veilles de jours fériés. De telles anomalies sont appelées « effets jours ».

L'existence d'une saisonnalité du rendement des actions n'est pas uniquement liée aux jours de la semaine mais en une échelle temporelle importante (mois, année, 5 années). L'explication de ces anomalies s'appuient souvent sur des arguments exogènes à la théorie d'efficience, tels que la fiscalité ou encore la qualité et la quantité de l'information.

À côté des anomalies calendaires, les études empiriques ont fait apparaître des différences significatives entre les rendements observés et les rendements théoriques calculés sur la base

du modèle d'évaluation (MEDAF¹). Sur une période allant de 1936 à 1975, Banz (1981) a montré que pour des titres ayant théoriquement le même risque, les rendements des sociétés cotées de taille relativement petite étaient supérieurs à ceux des sociétés de plus grande capitalisation traduisant ainsi l'exigence des investisseurs d'une prime de risque plus importante pour les titres des petites sociétés, ce qui est injustifié en application du MEDAF. L'explication la plus convaincante est de considérer que les Small Cap présentent un risque de liquidité plus important, et qui les rend peu désirables pour les fonds de placement. Le volume des transactions quotidiennes sur ces titres étant faible, les rend facilement manipulables.

➤ **Les contraintes réglementaires pour la bourse des valeurs de Casablanca**

Le Dahir du 21 septembre 1993 portant loi sur la Bourse des valeurs de Casablanca avait fixé des conditions uniques d'introduction en Bourse. Toutefois, dans le but d'inciter les entreprises de taille moyenne à s'introduire en Bourse, ces conditions ont été assouplies par la loi 34-96 du 9 janvier 1997 qui a prévu deux possibilités d'inscription à la cote selon qu'il s'agit d'une introduction au premier ou au second compartiment.

Ainsi, les entreprises désirant s'introduire à la Bourse doivent remplir les conditions suivantes :

- Leur capital libéré doit atteindre au minimum 15 millions de dirhams pour s'inscrire dans le premier compartiment de la bourse et 10 millions de dirhams dans le deuxième compartiment ;
- Elles doivent avoir établi des comptes annuels des trois derniers exercices. Ces comptes sont certifiés par un expert-comptable ou un commissaire aux comptes ;
- Elles doivent diffuser dans le public respectivement 20% et 15% de leur capital selon qu'il s'agit d'une introduction au premier ou au second marché.

Cependant, ces conditions présentent certaines limites. D'abord, les renseignements comptables des trois derniers exercices, demandés à l'entreprise, impliquent que celle-ci ne peut prétendre à son introduction en Bourse que durant la quatrième année de son activité, à moins de bénéficier d'une dérogation spéciale.

Ensuite, le niveau du capital exigé pour être admis à la cote demeure élevé et ne facilite pas l'entrée de PME dynamiques à la Bourse comme dans d'autres pays et ce, même après la création d'un compartiment où le capital minimum a été réduit à 10 millions de dirhams.

La loi prévoit en outre un certain nombre d'obligations pour les entreprises qui veulent s'introduire en Bourse, dont la plus importante est la publication d'une note d'information visée par l'Autorité Marocaine du Marché des Capitaux (AMMC). Cette note porte sur l'organisation de l'entreprise, sa situation financière, l'évolution de son activité, ainsi que sur les caractéristiques de l'opération envisagée.

On peut souligner à ce niveau que compte tenu d'une multitude d'informations qu'elle contient, cette note peut constituer une entrave pour les entreprises voulant accéder au deuxième compartiment de la Bourse. En France, par exemple, afin d'inciter les sociétés à demander la cotation de leurs actions sur le second marché, il fut décidé de ne pas exiger de note d'information visée par la Commission des Opérations de Bourse (COB) (l'équivalent du AMMC au Maroc) ni de faire procéder à une révision préalable des comptes, contrairement à ce qui est requis sur le marché officiel (Ferrandier et Koen, 1988).

Une fois introduite, l'entreprise sera contrainte de publier de façon périodique (semestrielle et annuelle) des états financiers, ainsi que toute information susceptible d'avoir une influence sur le cours des titres de la société, tels qu'arrêtés par le AMMC.

Le texte relatif aux informations exigées des entreprises faisant appel public à l'épargne, ne prévoit pas de période transitoire de "mise à niveau" en matière d'information financière, qui permet à l'entreprise cotée de mettre ses procédures comptables en conformité avec les

¹ Black, Fischer, Michael C. Jensen, and Myron Scholes (1972). The Capital Asset Pricing Model: Some Empirical Tests, pp. 79–121 in M. Jensen ed., Studies in the Theory of Capital Markets. New York : Praeger Publishers.

exigences de l'AMMC et par conséquent l'amener à faire procéder à une révision comptable en bonne et due forme.

De ce qui précède on peut conclure que, pour la société qui doit adapter son organisation à ces nouvelles contraintes réglementaires, la cotation présente sur ce plan deux types d'inconvénients (Guillaume et Royere, 1989) à savoir ; (i) un budget de communication sensiblement plus important que celui d'une entreprise non cotée ainsi que, (ii) l'ensemble des informations diffusées alimentent non seulement le grand public mais aussi les concurrents ou les traders qui disposent d'informations nouvelles sur la situation de l'entreprise.

➤ **Contraintes liées à la situation de l'entreprise en tant que société cotée**

Une entreprise cotée en Bourse est surveillée à la fois par le marché, par ses concurrents, par les groupes financiers et par les actionnaires. Pour que sa valorisation soit positive, elle doit en permanence donner le signal d'une entreprise performante, commercialement et économiquement.

Ses dirigeants doivent engager aussi bien une politique de résultats qu'une politique de dividendes pour satisfaire à la fois ses actionnaires minoritaires et séduire des investisseurs potentiels.

En effet, l'appréciation des actions cotées en Bourse se fait en se basant essentiellement sur les estimations de bénéfices des sociétés traduisant ainsi la notion de PER (Price Earning Ratio), rapport entre le cours d'une action et le bénéfice par action.

Dans cette optique, les sociétés qui s'introduisent en Bourse ont donc, plus que les autres, intérêt à assurer une croissance régulière de leurs résultats. Leurs dirigeants doivent adopter une politique de résultats prenant en considération cette contrainte. Ils doivent par ailleurs ne diffuser que des estimations particulièrement prudentes en matière d'évolution attendue de leurs résultats, compte tenu du fait que toute révision ultérieure en baisse peut avoir un effet négatif amplifié sur le cours de l'action.

2. De l'efficience des marchés à la finance comportementale

Les découvertes de psychologues et d'économistes sur les décisions des individus en univers risqué ont dans les années 1970 incitées quelques chercheurs à initier un courant de recherche afin de critiquer les hypothèses du modèle théorique voire même écarter quelques-unes. Depuis, ce courant de recherche, appelé finance comportementale, a cessé d'être marginal et a intégré à ses rangs des chercheurs des plus éminentes institutions académiques de la planète. Ce courant a obtenu sa consécration en 2002 avec le prix Nobel d'économie reçu par Daniel Kahneman, dont la théorie des perspectives, développée conjointement avec Amos Tversky, constitue la pierre angulaire de la théorie comportementale de l'investissement dans des actifs risqués.

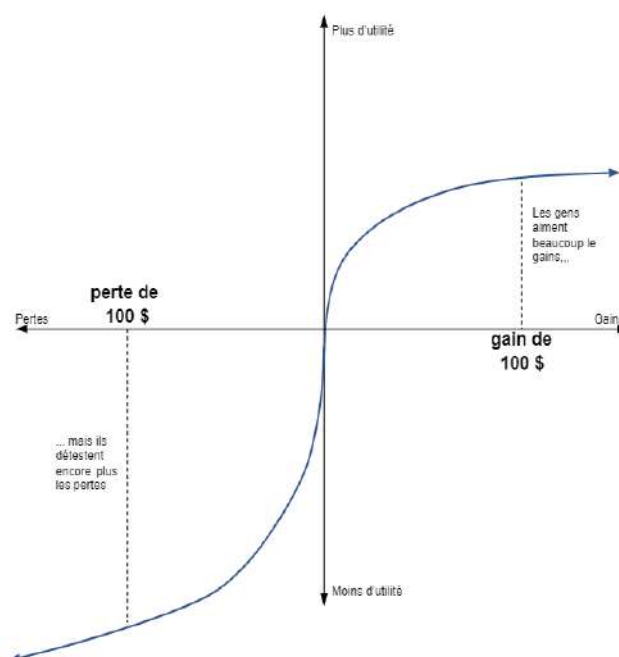
Cette théorie décrit la manière dont les individus évaluent de façon asymétrique leurs perspectives de perte et de gain. Pour donner un exemple très simplifié, la douleur de perdre 100 euros ne pourrait être compensée que par le plaisir de gagner 200, ou même 3000 euros.

La théorie des perspectives part de l'aversion à la perte, une forme asymétrique d'aversion au risque. Le constat de départ est que les personnes réagissent différemment aux perspectives qui suivraient la matérialisation de leurs gains ou leurs pertes. Après des gains précédents, elles tendent à vouloir les consolider, généralement en revendant les actifs dont le prix a progressé et s'abritant ainsi contre le risque que le prix retombe, même si la hausse est due à de bonnes raisons.

Après des pertes, surtout si celles-ci sont importantes, elles sont prêtes à prendre des risques importants, en conservant les actifs dévalorisés, estimant qu'elles n'ont plus rien à perdre et ont au contraire des chances de récupérer leur mise par remontée des cours. Elles oublient que le

véritable risque pourrait être une poursuite de la baisse de valeur de ces actifs justifiée et non pas due à une spéculation.

Figure 1 : Explication de l'effet de disposition à partir de la fonction de valeur de la théorie des perspectives



Source : Oehler et al. (2003), p. 506

La théorie des perspectives modélise ce comportement en deux parties : d'abord, l'encadrage, ou établissement d'un cadre référentiel, c'est-à-dire une représentation mentale des choix et de leurs conséquences en se comparant à un benchmark ; ensuite, l'évaluation des choix dans ce cadre.

S'y ajoute l'aversion à la déposssession. Le détenteur d'un actif tend à considérer, par une sorte d'attachement, que les actifs qu'il détient, qu'ils soient en gain ou en perte, valent plus que ce que le marché propose. On passe là du biais cognitif au biais émotionnel, puisqu'il s'agit de la difficulté de se séparer d'un bien auquel on s'est habitué.

La finance comportementale s'est imposée, bien qu'elle soit longtemps rejetée par les partisans de l'approche standard, grâce à une méthodologie stricte qui lui permet d'éviter les pièges de la psychologie intuitive et aussi grâce aux liaisons qu'elle a pu faire entre la psychologie individuelle et les comportements agrégés des marchés.

La finance comportementale ouvre la voie à une meilleure compréhension des décisions financières individuelles et de leurs conséquences pour les équilibres de marché. Ainsi, son intérêt pour les praticiens des marchés est double :

- D'une part, elle permet à l'investisseur de cerner les processus inhérents à ses prises de décision dans l'univers particulier des marchés financiers et éventuellement de les corriger. Pour cela, elle met en évidence les biais cognitifs, les interférences émotionnelles et l'influence des relations sociales dans les analyses et les décisions d'investissement, les relie aux différents environnements de marché et détermine leur impact sur les performances individuelles.
- D'autre part, elle permet d'élaborer des stratégies afin de tirer profit des biais comportementaux des autres intervenants. Elle est par exemple utile pour l'investisseur qui souhaite anticiper les mouvements du marché, pour le professionnel qui compte améliorer l'accueil réservé à ses produits financiers, ou encore pour les entreprises qui veulent intégrer la psychologie des marchés à leurs décisions financières.

Celles les partisans de l'efficacité admettent qu'il peut y avoir de légères divergences à court terme entre la valeur fondamentale et le cours boursier en raison des coûts de transaction mais restent fidèles à la question de la confiance dans les prix du marché. Les tenants de la finance comportementale, eux, ne partagent pas le même avis. Ils soutiennent qu'il peut y avoir des divergences substantielles et durables entre les deux valeurs, autrement dit, ils contestent que le marché soit une machine informationnelle efficace. Au départ leur argumentation repose principalement sur la mise en évidence des biais comportementaux de nature individuelle qui montrent la faiblesse des hypothèses sous-jacentes au modèle de rationalité standard. Le premier article de Marie Hélène Broihane, Maxime Merli et Patrick Roger², consacré au comportement des investisseurs individuels, a pour objectif de présenter les éléments centraux de cette littérature, qui constitue le noyau dur de la finance comportementale.

La mise en évidence de ces comportements anormaux et le fait qu'il existe des investisseurs dont le comportement est irrationnel ne suffisent pas à convaincre les fondamentalistes. Leur réponse est que l'efficacité des marchés ne nécessite pas que chaque individu ait une rationalité parfaite, il suffit que l'interaction entre les investisseurs conduise à des cours qu'on ne puisse distinguer de ceux qui se seraient formés si tous les individus étaient dotés d'une rationalité parfaite.

Autrement dit, ils supposent sur la base de l'arbitrage que les marchés conduisent à éliminer les individus irrationnels. Le débat se déplace donc du niveau du comportement individuel au comportement collectif.

➤ **Les biais psychologiques à la rationalité des investisseurs**

Cette théorie considère que les individus ne sont pas rationnels puisque leurs décisions sont généralement affectées par des biais psychologiques. Ces biais sont classés en deux catégories à savoir ; (i) les biais cognitifs qui montrent que l'individu se base sur ses connaissances et sur ses croyances pour analyser l'information à sa disposition et dès lors, risquera de prendre des décisions erronées et (ii) les biais émotionnels qui soulignent le poids des émotions dans la prise de décision d'un individu. Il est à signaler que les biais psychologiques sont souvent dynamiques, un biais pouvant provoquer un autre.

➤ **La gestion hasardeuse des pertes**

Pour réussir en bourse, il existe une règle d'or qui dit que : « Il faut couper ses pertes rapidement et laisser courir ses profits. » cela veut dire que le gestionnaire doit accepter de prendre des risques lorsqu'il gagne et redoubler de vigilance lorsqu'il perd de l'argent. Cependant Kahneman et Tversky ont montré que la règle est inversée chez beaucoup de gestionnaires. En effet, ils aiment prendre des risques lorsqu'ils perdent, et refusent de couper leurs pertes en position gagnante. Comme il a été expliqué plus haut, l'investisseur se place en mode espoir et n'analyse plus les marchés en espérant une évolution favorable du titre non atteignable. Inversement, après l'ouverture d'une position, le gestionnaire devient anxieux dès qu'il gagne un peu d'argent et se précipite vers la sortie pour prendre ses bénéfices.

➤ **Pondérer une position perdante**

La règle d'or citée plus haut peut être violée d'une manière plus grave que ce qu'on a vu ci-dessus. En effet, le gestionnaire peut aller jusqu'à augmenter sa position sur un titre qu'il possède déjà et sur lequel il perd de l'argent. Le gestionnaire souhaite diminuer son coût de revient car il est convaincu que le marché va lui donner raison. C'est ce qu'on appelle, dans le jargon technique, « pondérer à la baisse » une position perdante.

² Broihane, Marie-Hélène, Maxime Merli, et Patrick Roger. « Le comportement des investisseurs individuels (1) », *Revue française de gestion*, vol. no 157, no. 4, 2005, pp. 145-168

Prenons une illustration qui montrera la gravité d'un tel comportement. En effet, tous les journaux financiers et les analystes recommandaient, en 2008, le titre ADDOHA. Certains journaux en avaient même fait leur couverture. De nombreuses personnes ont agressivement moyenné à la baisse sur ce titre en 2009, pensant que cette stratégie allait fonctionner. Elles ont été piégées et, dans les faits, de nombreux individus ont vécu douloureusement cette période de marché. De nombreux investisseurs et gestionnaires ont acheté le titre sur des résistances lorsqu'il valait 229 MAD en juillet 2008. Le titre s'est effondré par la suite et ne valait plus que 74 MAD en janvier 2009. La baisse s'est poursuivie et le titre a même atteint un plus bas de 6 en 2020 avant de se reprendre et de rester confiné dans un canal compris entre 6 et 8 MAD.

Figure 2 : Évolution du titre ADDOHA entre 2007 et 2021



Source : Investing

Prenons l'exemple d'un investisseur qui achète l'équivalent de 10 000 titres sur les sommets autour de 229 MAD. Le titre s'effondre à 74 MAD en six mois, sans que le gestionnaire n'intervienne. Ce dernier pense qu'il s'agit d'une opportunité et anticipe un rebond imminent vers les 150 MAD. Il décide d'acheter 20 000 titres supplémentaires autour de ce niveau et attend.

Tableau 1 : Illustration du biais psychologique « pondération d'une position perdante »

	Juil-08	Janv-09	Fév. 2009	Janv-20
Nombre de titres	10 000,00	10 000,00	30 000,00	30 000,00
Prix de revient moyen par titre	229,00	229,00	125,66	125,66
Dernier cours boursiers	229,00	74,00	74,00	6,00
Valorisation du portefeuille en MAD	2 290 000,00	740 000,00	2 220 000,00	180 000,00
Perte latente en MAD	0,00	-1 550 000,00	-1 549 800,00	-3 589 800,00
Performance en %	-	-67,69%	-41,11%	-95,23%

Source : Calcul fait par auteur

Les résultats du tableau montrent que :

- Le trader aurait dû couper sa position depuis fort longtemps et éviter une perte aussi importante (1,5 M MAD, soit -68 % de performance), il ne l'a pas fait car la chute du titre l'a paralysé, le faisant passer d'un horizon d'investissement à moyen terme à un horizon long terme ;
- Depuis janvier 2020, le titre s'est repris pour évoluer dans un range de 6 MAD – 8 MAD mais la perte latente du gestionnaire se situe aux alentours de 3,6 M MAD.

Ce gestionnaire a conservé une position pendant plus de 12 ans avec une perte toujours aussi importante qu'au début.

➤ **L'ignorance du risque**

Lors de l'ouverture d'une position les gestionnaires oublient de penser au risque et ont tendance à se précipiter sur n'importe quelle opportunité, au lieu d'analyser froidement les marchés et d'attendre les meilleures opportunités. Pour cette catégorie de gestionnaires ils ignorent toutes les informations et basent leurs choix uniquement sur la récente accélération du titre. Ce phénomène peut apparaître chez un gestionnaire après l'une des situations qui suivent.

➤ **L'optimisme forcé**

Les résultats des travaux empiriques font preuve que les analystes financiers affichent un excès d'optimisme dans leurs estimations de bénéfices. Ce biais d'optimisme augmente avec l'horizon des prévisions et il est plus marqué pour les sociétés déficitaires que pour les sociétés bénéficiaires.

Quatre types d'explications ont été avancés par un corpus d'universitaires pour rendre compte de ce phénomène d'excès d'optimisme chez les analystes.

- Impact des commissions de courtage provoquant moins de transactions ;
- La deuxième explication rend compte d'une autre pression que subit l'analyste en interne, celle du pôle banque d'investissement vu que le lien avec le pôle banque d'investissement est tacite ou contractuel ;
- L'intérêt des analystes à maintenir de bonnes relations avec le management des sociétés qu'ils suivent est avancé comme troisième explication à l'optimisme des analystes financiers. Les analystes dépendent des directions pour l'obtention d'informations précises et ponctuelles sur les sociétés et les dirigeants utilisent cette dépendance comme un moyen de pression sur les analystes qui seraient tentés d'exprimer des opinions négatives. Ainsi, si les analystes font des recommandations qui ne vont pas dans le même sens que les intérêts de la société, la réaction de celle-ci peut aller du refus de prendre les appels téléphoniques de l'analyste, à l'exclusion des mailings et des conférences voire jusqu'à la menace d'une action en justice. Philips et Zuckerman (2001) montrent que les analystes des grandes sociétés de courtage osent davantage de recommandations à la vente que les analystes des maisons moins prestigieuses et l'expliquent par un rapport de force plus favorable avec le management des sociétés cotées ;
- La quatrième et la dernière explication, donnée par Lim (2001), est que les analystes négocient leur optimisme contre l'accès à l'information privilégiée nécessaire à l'améliorer de la précision de leurs prévisions. En considérant que la carrière de l'analyste dépend, au moins en partie, de la précision de ses estimations. Cet optimisme est, selon Lim, plus important pour les sociétés à environnement incertain et pour celles dont les analystes sont particulièrement dépendants des informations internes.

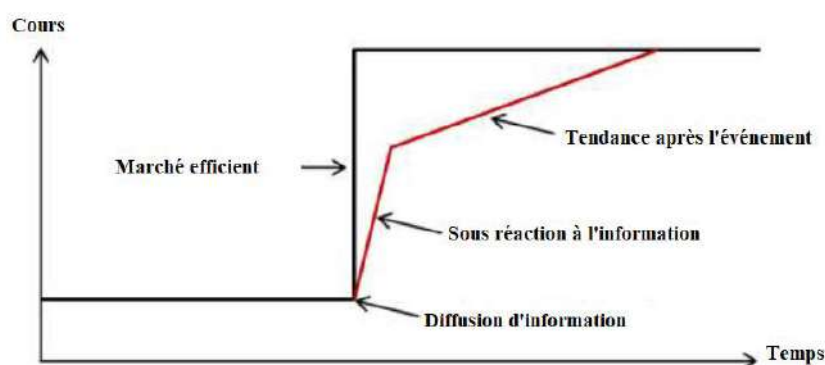
Espahbodi, Dugar et Terhanian (2001) avancent que les analystes sont optimistes quand cela leur rapporte en commissions ou en information privilégiée, par exemple, plus qu'il ne leur coûte en précision et en crédibilité. A l'inverse, quand le coût de l'optimisme dépasse les bénéfices, ils cessent d'être optimistes. Le comportement des analystes vis-à-vis des sociétés à grande difficulté financière prouve les propos avancés par ces auteurs. En effet, ces sociétés en difficulté étant délaissées par les investisseurs, notamment les institutionnels qui doivent suivre des règles prudentielles strictes, les analystes ont peu d'intérêt à majorer volontairement leurs estimations. Au contraire, ils gagnent à être le plus précis possible dans leurs estimations pour montrer leur capacité à évaluer les dossiers les plus complexes.

➤ Réaction à l'information

Les études empiriques offrent également un éclairage intéressant sur les phénomènes de sur-réaction et de sous-réaction à l'information de la part des analystes. En effet, un premier courant de chercheurs trouve que les prévisions des analystes traduisent une surréaction à l'information passée. Sur un an les changements prévus sont en général 50 % plus importants que ceux effectifs. Selon Lim (2001), l'erreur sera portée en fonction de l'horizon de prévision, ce qui amène les analystes d'ajuster fréquemment leurs anticipations en se convergeant vers l'état d'équilibre. Ainsi, les prévisions sur deux ans sont en moyenne corrigées de 44 % au bout de la première année. La surréaction se traduit par un excès d'optimisme pour les sociétés dont le bénéfice est en forte croissance et par un excès de pessimisme pour les sociétés dont le bénéfice est en phase de diminution.

Le second corpus de recherches met en valeur la sous-réaction des prévisions des analystes à l'information récente. Cette négligence de l'information s'explique par le fait que les analystes réagissent avec retard et trop modérément vis-à-vis aux inflexions de tendance des bénéfices. Compte tenu du biais d'optimisme, la sous-réaction est encore plus sensible pour les inflexions négatives que pour les inflexions positives. Certains auteurs ajoutent que le biais de sous-réaction se réduit avec l'expérience de l'analyste.

Figure 3 : Sous réaction à l'information



Source : Mondher Bouattour, « *Efficiencia informationnelle, sous-réaction à l'information et effet de disposition : Une approche expérimentale* »

Une autre conséquence est que la réaction des analystes à l'information dépend de la sphère macroéconomique. Les analystes affichent une tendance à la sous-réaction aux informations négatives dans les périodes de croissance et à la sur-réaction dans les périodes de morosité.

Tableau 2 : Les explications rationnelles à la sous réaction à l'information

Explication		Description
Les problèmes de microstructure	La liquidité des titres	La sous-réaction à l'information est plus prononcée pour les titres les moins liquides. Suite aux annonces des firmes, l'offre et la demande des titres illiquides engendre une sous réaction à l'information, suivie par une tendance après l'événement
	Les coûts de transaction	Les coûts de transaction freinent la fluidité des échanges et empêchent les prix d'atteindre l'équilibre. Suite aux annonces des firmes, des coûts de transaction élevés empêchent les prix de s'adapter complètement et rapidement à la valeur fondamentale
Les problèmes méthodologiques		Les différentes méthodes utilisées (la méthode d'étude d'événement et celle en temps calendaire) produisent parfois des résultats différents. De même, le changement de la méthode d'estimation des rentabilités attendues implique souvent des rendements anormaux différents. Ceci est à l'origine de la remise en doute de l'existence de la sous réaction à l'information

Source : *Élaboré par l'auteur*

Le tableau ci-dessus récapitule les différentes explications avancées par les partisans de l'hypothèse d'efficience au phénomène de sous-réaction à l'information.

3. L'apport de l'analyse comportementale à l'explication des anomalies des marchés

Ci-dessous nous examinerons deux applications jugées classiques en finance comportementale à savoir : le lien entre l'heuristique de disposition et la sous performance, et le lien entre les échanges excessifs et le biais de sur confiance.

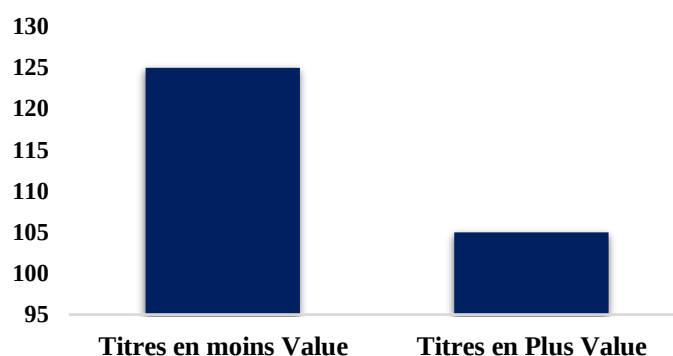
➤ Lien entre l'effet de disposition et la sous performance

Le biais de disposition traduit la disposition des investisseurs à vendre les titres « gagnants » trop rapidement et à garder en portefeuille trop longtemps les titres perdants. Un tel comportement conduit les investisseurs à une gestion sous-optimale de leur portefeuille dont les origines peuvent être multiples :

- Les anticipations irrationnelles relatives aux prix. Par exemple, si les investisseurs pensent que les tendances haussières sont suivies de tendances baissières (et vice-versa) même sur des horizons courts, ils sont légitimement plus enclins à céder les titres en phase haussière (pour éviter le retournement de la tendance) que les titres en phase baissière (pour bénéficier du retournement de tendance) ;
- La forme de la fonction d'évaluation des investisseurs. Le biais de disposition est alors une conséquence d'une pondération différente des gains et des pertes par les investisseurs individuels par rapport à un point de référence (théorie des perspectives) ;
- Enfin, en réalisant leurs gains et en ne réalisant pas leurs pertes, les investisseurs satisfont leur recherche de fierté et évitent d'être confrontés au regret.

En 1998, Odean confirme ce biais en étudiant 10 000 comptes d'investisseurs individuels de janvier 1987 à décembre 1993. Cette étude porte sur 63 80 actions traitées sur le NYSE, l'AMEX et le NASDAQ et 97 843 transactions sont prises en compte. Pour chaque transaction et chaque portefeuille individuel, le prix de vente des titres est comparé au prix moyen d'achat de ces titres afin de déterminer s'il s'agit d'une réalisation de plus-value ou de moins-value. Les titres qui composent le portefeuille individuel n'ayant donné lieu à aucune transaction permettent de déterminer la perte ou le gain potentiel de l'ensemble du portefeuille.

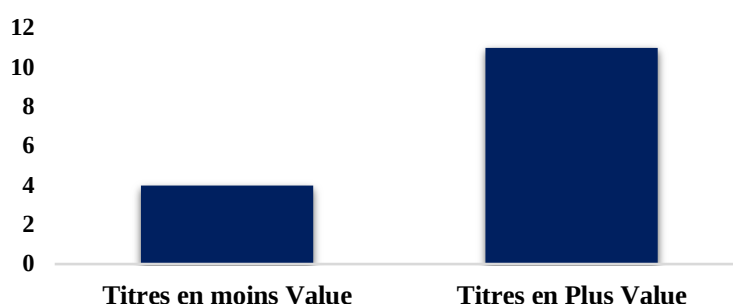
Figure 4 : Temps moyen en portefeuille



Source: ODEAN, T. (1999): « Do investors trade too much? »

Ce graphique nous indique que dans l'étude d'Odean, en moyenne, les investisseurs ont conservé 125 jours en portefeuille les titres en moins-value contre 105 jours en moyenne pour les titres en plus-values.

Figure 5 : Performance après avoir vendu le gagnant sur une période d'an



Source: ODEAN, T. (1999): « *Do investors trade to much?* »

L'étude nous montre ensuite qu'à la suite de la vente des titres, ceux qui étaient en plus-value à l'étape précédente et qui ont donc été conservés moins longtemps en portefeuille, surperforment les titres qui étaient en moins-values.

Cette étude est donc l'illustration parfaite du biais de paralysie évoqué dans la deuxième partie de notre étude.

➤ **Lien entre les échanges excessifs et le biais de sur confiance**

En principe sur un marché où n'interviennent que des investisseurs parfaitement rationnels et pleinement informés, le volume d'échange des titres individuels est extrêmement faible. En effet, l'échange de titres résulte alors essentiellement d'ajustements de portefeuilles guidés par la publication d'informations affectant la valeur fondamentale de l'entreprise. Or, le volume des transactions, qui est trop élevé sur les marchés financiers reste une énigme pour les chercheurs en finance. Un quart de la valeur annuelle des échanges commerciaux et financiers mondiaux est négocié sur le marché des devises (spot, swap et forwards agrégés) chaque jour. En 2004, 99% de la capitalisation du New York Stock Exchange est passée d'une main à une autre.

Le biais de sur-confiance trouve son origine dans l'étude du calibrage des probabilités subjectives. Ce dernier traduit de quelle manière la confiance dans un événement correspond à sa probabilité d'occurrence effective. Autrement dit, un individu est parfaitement calibré si son niveau de confiance dans une série d'événements correspond à sa probabilité moyenne de réalisation. Les résultats de nombreuses expériences montrent que les individus sont généralement sur-confiants sans que ce biais soit lié à une telle ou telle profession il peut apparaître chez toutes les professions.

Sur un marché où les coûts de transaction sont positifs, un investisseur parfaitement rationnel ne prend position que si l'espérance de gain de cette opération excède les coûts induits. À l'opposé, un investisseur sur-confiant peut prendre une position dans le cas inverse en estimant de façon erronée, par exemple, l'amplitude des profits espérés. De la même façon, un tel investisseur peut sélectionner ses titres en surestimant la précision de son information privée ou sa capacité à traiter cette information.

Dans le même esprit, Barber et Odean (2002) testent l'hypothèse de sur- confiance en étudiant le comportement et la performance d'investissements choisis par un large panel d'investisseurs ayant opté pour une gestion de portefeuille en ligne contre une gestion traditionnelle. Leur base de données contient, en particulier, les opérations réalisées par 1607 investisseurs sur la période allant de janvier 1991 à décembre 1996.

Plusieurs arguments peuvent être avancés :

- Ces investisseurs obtiennent de bons résultats avant ce changement et, de ce fait, ont tendance à penser que leur succès est le fruit de leur compétence. À l'opposé, les individus attribuent généralement leur échec au manque de chance. Ce biais d'auto-attribution peut alors entraîner une sur-confiance chez ces investisseurs et les conduire à choisir des investissements plus spéculatifs ;

- Lorsque les individus reçoivent plus d'informations sur la base desquelles ils forment des anticipations, la précision de ces dernières tend à augmenter moins rapidement que la confiance qu'ils ont. La quantité d'informations supplémentaires peut conduire à une illusion de connaissance ainsi à une sur-confiance. En gérant leur portefeuille via le réseau, les investisseurs sont confrontés à une foule d'informations qui peut augmenter l'illusion de connaissance accentuée par le phénomène de dissonance cognitive (Festinger, 1957). Les investisseurs qui passent un temps considérable à traiter ces informations se considèrent généralement comme raisonnables. Pour éviter que le temps passé ne leur apparaisse comme du temps perdu, ils sont plus enclins à l'échange de titres.

4. Conclusion

Efficiencia ou inefficiencia de los mercados bursátiles ? Tal es la interrogación delicada a la que, se ha intentado responder a lo largo de este trabajo de investigación pasando por el análisis, en primer lugar, de la teoría de la finanzas moderna y de poner en evidencia sus límites.

En efecto, entre estos fundamentos, la teoría de eficiencia de los mercados financieros considerados como el pilar principal de toda la finanzas clásica y que reivindica estrictamente que es imposible derrotar al mercado apoyándose en la evolución histórica de los precios bursátiles o en una información ya presente. Esta afirmación implica formalmente que las fluctuaciones bursátiles no pueden producirse en caso de integración de una información imprevisible y sin regularidad. Esta concepción postula por lo tanto que el conjunto de los gestores de fondos son considerados como calculadores y tendrán como principal misión que de duplicar exactamente el mercado en miniatura.

Sin embargo, la eficiencia de los mercados financieros es casi convertida en una ilusión de nuestros días debido a la existencia de comportamientos de ciertos actores calificados de especuladores o ruido traders. Ahora, las valorizaciones adelantadas pueden formarse y amplificarse a corto plazo, especialmente cuando las decisiones de inversión son tomadas por los gestores de carteras de corto plazo.

Así, la hipótesis de la eficiencia de los mercados y su corolario no se aplican por lo tanto a todos los mercados. Los mercados nuevos o llamados exóticos son mercados poco líquidos, donde la información es a menudo difícilmente accesible, donde los actores son en número insuficiente. Las ineficiencias hay muchas, y un inversor avisado puede obtener ganancias superiores a la normal. Pero cuando los mercados son maduros, que la información hay fácilmente disponible, ellos son eficientes, estas condiciones se reúnen en los mercados estadounidenses de acciones y de obligaciones del Tesoro, o incluso en los mercados de divisas de las grandes monedas y es sobre estos mercados que la hipótesis de la eficiencia ha sido a menudo probada ».

De hecho, la finanzas conductuales vienen a compensar el gap entre la teoría de la eficiencia de los mercados y el comportamiento efectivo y real de los mercados.

En este sentido, la finanzas conductuales vienen a postular con convicción que los precios que se forman en los mercados no concuerdan que muy raramente con las predicciones de los modelos estándar gracias a una metodología estricta que les permite evitar los peligros de la psicología intuitiva así como a las relaciones entre la psicología individual y los comportamientos de los mercados consolidados.

Références :

- (1). ALLAIS, M. (1953). Le Comportement de l'Homme Rationnel devant le Risque : Critique des Postulats et Axiomes de l'Ecole Americaine. *Econometrica*, 21(4), 503-546.

- (2). ARIELY, D, M.A. STRAHILEVITZ et J. HARVEY. (2015). «Investment Advice Based on the Latest Behavioral Research: What can investor psychology teach us about managing our money and our emotions? »
- (3). Banz, Rolf W., 1981. "The relationship between return and market value of common stocks," *Journal of Financial Economics*, Elsevier, vol. 9(1), pages 3-18, March
- (4). BARBER, B., et T. ODEAN. (2001). Boys will be boys: Gender, overconfidence and common stock investment. *The Quarterly Journal of Economics* 116(1), 261–292
- (5). BARBERIS, N. C. et M. HUANG (2006). The loss aversion/narrow framing approach to the equity premium puzzle (NBER Working Paper No. 12378).
- (6). BARBERIS, N. C. et R. THALER. (2003). A Survey of Behavioral Finance. In *Hand book of the Economics of Finance* (pp. 1053-1128). North Holland: Elsevier Science.
- (7). Black, F., Jensen, M. C., & Scholes, M. (1972). The capital asset pricing model: Some empirical tests.
- (8). BOUVERET, ANTOINE, ET GABRIELE DI FILIPPO. « Les marchés financiers sont-ils efficients ? L'exemple du marché des changes », *Revue de l'OFCE*, vol. 110, no. 3, 2009, pp. 95-140.
- (9). BROWN, A. L., & KAGEL, J. H. (2009). Behavior in a simplified stock market: The status quo bias, the disposition effect and the ostrich effect. *Annals of Finance*, 5(1), 1–14.
- (10). FAMA, E. (1970). Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work, *The Journal of Finance*, Vol. 25, No. 2, Papers and Proceedings of the Twenty Eighth. Annual Meeting of the American Finance Association New York, N.Y. December, 28-30, 1969, Blackwell Publishing for the American Finance Association, (May, 1970), pp. 383-417
- (11). FAMA, E., & FRENCH, K. (1992). The cross section of expected stock returns. *The Journal of Finance*, 47(2), 427–465.
- (12). Ferrandier, R., & Koen, V. (1998). *Marchés de capitaux et techniques financières*.
- (13). Guillaume, J. M., & Royère, J. L. (1989). *Le second marché: de l'introduction aux opérations financières*. Dalloz.
- (14). HENON M., (1976), A two dimensionnal mapping with a strange attractor, *Communications in Mathematical Physics*, vol; 50, pages 69-77
- (15). MOSSIN, J. (1966). Equilibrium in a capital asset market. *Econometrica*, 34(4), 768–783.
- (16). SHEFRIN, H., & STATMAN, M. (1994). Behavioral capital asset pricing theory. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 29(3), 323–349.
- (17). SHILLER, R. (2005). *Irrational exuberance*, États Unis, Princeton University Press, 312 p. (Originally published 2000)
- (18). SHILLER, R. J. (1981). Do stock prices move too much to be justified by subsequent changes in dividend. *The American Economic Review*, 71, 457–498.
- (19). TVERSKY, A. et C. R. FOX. (1995). Ambiguity Aversion and Comparative Ignorance, *The Quarterly Journal of Economics*, Volume 110, Issue 3, August 1995, Pages 585–603,
- (20). TVERSKY, A., & Kahneman, D. (1973). Availability: A heuristic for judging frequency and probability. *Cognitive Psychology*, 5(2), 207–232.
- (21). TVERSKY, A., & KAHNEMAN, D. (1974). Judgment under uncertainty: Heuristics and biases. *Science*, 185(4157), 1