

Impact des biais cognitifs sur le comportement des investisseurs marocains dans le contexte de la Bourse de Casablanca

Hind Bourezk, Nawfal Acha, Hafid Barka

Abstract— La finance comportementale s'intéresse à mesurer l'impact des facteurs comportementaux chez les investisseurs. Dans le contexte de cette recherche, nous nous intéressons au cadre du marché boursier marocain avec la combinaison unique de variables basée sur la littérature en étudiant les biais cognitifs auxquels sont soumis les investisseurs individuels marocains, notamment: le biais de la sur confiance, le comportement moutonnier et l'aversion aux pertes d'une part, d'une autre part nous cherchons à comprendre le rôle joué par les médias sociaux dans l'amplification de ces travers comportementaux. Nous avons mené une enquête auprès d'un échantillon représentatif d'investisseurs individuels afin de déterminer s'ils sont affectés par ces biais lors de la prise de décision en matière d'investissement.

Index Terms— Aversion aux pertes, Biais cognitifs, Comportement moutonnier, Confiance excessive, Finance Comportementale, Investisseur, Marché boursier

1 INTRODUCTION

Les années 1960 ont vu l'avènement du concept d'efficacité des marchés financiers développé à la suite des travaux de [1]. Aujourd'hui, même si ce concept constitue le noyau dur de la finance moderne, il fait l'objet de nombreuses critiques de la part des défenseurs de la finance comportementale qui ont identifié un certain nombre d'anomalies qui contredisent la théorie de l'efficacité des marchés, en particulier lors de la crise des subprimes de 2008.

Dans ce contexte, la finance comportementale est apparue comme une réponse à ces anomalies difficiles à expliquer par les modèles financiers traditionnels. Des études récentes de la finance comportementale montrent que les investisseurs sont sujets à des biais cognitifs susceptibles de modifier leurs convictions ainsi que leurs préférences.

La plupart des études empiriques sur les biais cognitifs et leurs implications pour les investisseurs ont été réalisées pour les marchés boursiers développés. Il serait intéressant d'étendre la recherche aux marchés émergents. Par conséquent, nous pensons que le Maroc, en tant qu'économie émergente, est un terrain fertile pour étudier les biais comportementaux des investisseurs.

En raison d'un manque flagrant d'études qui s'intéressent à ce nouveau paradigme, nous avons décidé de réaliser une étude sur les facteurs comportementaux qui influencent la décision d'investissement des investisseurs individuels sur le marché boursier marocain.

L'objectif principal de cette recherche étant de fournir une idée claire et précise sur les déclencheurs des décisions d'investissement chez les investisseurs individuels et ouvrir le chemin à d'éventuelles recherches pouvant mieux expliquer les rouages du marché boursier marocain. Cela aidera à reconnaître comment ces biais comportementaux varient dans les cultures collectivistes et individualistes et à quel point ils impactent la performance d'un marché boursier émergent tel que la Bourse de Casablanca (BVC). L'objectif de la validation empirique est de tester l'existence de biais comportementaux sur un échantillon d'investisseurs individuels de la BVC, afin de déterminer s'ils sont victimes de ces biais lors de la prise de décision d'investissement et de comprendre le rôle joué par les médias sociaux dans ce processus.

Le choix de travailler sur un groupe d'investissements spécifique à savoir des investisseurs particuliers gérant leur propre portefeuille est dû au poids de cette catégorie d'investisseurs qui commence de prendre de l'ampleur sur le marché financier marocain. Au début des années 1990, au Maroc, les investisseurs individuels se limitaient à une très petite élite socioculturelle. Peu à peu, leur poids sur le marché financier marocain devient important et un regain d'intérêt après la crise de 2013/2014 selon les rapports annuels de l'AMMC (Autorité marocaine des marchés des capitaux). L'année 2018, a connu une tendance haussière pour les personnes physiques.

2 REVUE DE LITTÉRATURE ET CADRE CONCEPTUEL

L'étude du comportement des investisseurs sur les marchés financiers est au cœur de la finance comportementale. Les expériences des psychologues continuent de montrer que

- Hind BOUREZK Phd Student at National Institute of Posts and Telecommunications, Morocco, PH-212673269221. E-mail: h.bourezk@mail.com
- Nawfal ACHA Professor at National Institute of Posts and Telecommunications, Morocco, PH-212613956080. E-mail: nawfal.acha@mail.com

l'investisseur est loin d'être le rationnel, comme le soutient la théorie économique et financière classique [2], [3], [4], [5].

La finance comportementale intégrera de nouveaux domaines auparavant ignorés dans les théories financières et de portefeuille. C'est essentiellement de la psychologie et de la sociologie. En effet, plusieurs comportements du marché boursier ont été identifiés par les adeptes du paradigme comportemental, appelés biais cognitifs. Entre autres, l'aversion aux pertes, le biais de la confiance excessive, le biais de disponibilité, le biais de représentativité, le comportement mimétique, le biais de la comptabilité mentale et le biais d'ancrage mental, le comportement moutonnier: [6], [7], [8], [9], [10] [11], [12], [13]. Néanmoins, il existe d'autres comportements cités par les adeptes de ce paradigme, mais dont l'importance est minime.

L'un des biais qui est considéré comme la conclusion la plus forte en psychologie du jugement [10] est la confiance excessive. Dans la littérature en psychologie, il n'existe pas de définition précise de la confiance excessive. Il se présente sous ces différentes formes:

1. Une première caractéristique de cette confiance excessive est "l'effet mieux que la moyenne" mis en évidence par [12]. L'agent surestime ses compétences, ses aptitudes ou ses connaissances par rapport à celles d'autres personnes. Ils se croient supérieurs aux autres et surestiment leurs chances de gain par rapport à la réalité.

2. Le mauvais calibrage, selon cet effet, les investisseurs seraient prédisposés à surestimer l'information qu'ils détiennent [14].

3. L'illusion de contrôle ou l'optimisme irréal: définit par [15] comme "l'espoir que la probabilité de réussite personnelle soit plus élevée, si inappropriée que la probabilité objective". Les chercheurs étudient de plus en plus l'excès de confiance à l'aide des questionnaires ou d'études expérimentales [10], [16], [17].

Dans [18], par exemple, étudient différentes mesures de la sur confiance à l'aide d'un questionnaire et montre que

les investisseurs sont optimistes quant à la performance des titres qu'ils détiennent, mais pas au niveau de l'indice du marché en général. En outre, les investisseurs individuels sont mal évalués et leurs intervalles de confiance sont très proches. En plus, ces investisseurs sont soumis à la covariance des rendements entre leurs portefeuilles et l'indice de marché, ce qui peut être dû à un effet supérieur à la moyenne.

Hypothèse 1: La confiance excessive a un impact positif sur le comportement des investisseurs individuels marocains.

Un autre biais largement répandu parmi les investisseurs est le phénomène de mimétisme ou parfois appelé "comportement de moutonnier". Ce biais se situe à la frontière entre la finance classique et la finance comportementale. Ce comportement peut être défini comme la tendance des investisseurs à imiter les actions d'autres acteurs du marché, ignorant ainsi leurs propres informations [19]. Sur les marchés émergents, le

mimétisme apparaît plus clairement, probablement du fait de moindres exigences d'information et d'un accès à l'information plus coûteux [20].

En fait, de nombreux investisseurs peuvent être amenés à acheter les mêmes titres car, indépendamment les uns des autres, ils ont reçu des informations corrélées. [21] ont insisté sur la distinction entre le mimétisme intentionnel et le mimétisme fallacieux. Le premier fait référence à une intention claire des investisseurs d'imiter le comportement des autres participants du marché, tandis que le comportement fallacieux est basé sur la situation dans laquelle un groupe d'investisseurs rencontre les mêmes difficultés pour prendre une décision d'investissement et finalement prend des décisions d'investissements similaires.

Hypothèse 2: Le comportement moutonnier a un impact positif sur le comportement des investisseurs individuels marocains.

Selon la théorie des perspectives [22], l'aversion pour la perte implique d'être plus sensible aux pertes qu'aux gains. Ceci peut être conclu à partir d'une fonction de valeur en forme de S, convexe pour les pertes et concave pour les gains. L'aversion aux pertes en termes de sensibilité aux pertes devient évidente dans la pente plus raide inférieure au prix de référence (généralement le prix d'achat).

La théorie de la perspective a expliqué également le comportement humain face au risque et à l'incertitude. En d'autres termes, les traders sont plus enclins à prendre des risques s'ils ont déjà subi des pertes [11].

Cette théorie décrit certains états d'esprit qui affectent les processus décisionnels d'un individu, notamment l'aversion pour le regret, l'aversion pour la perte et la comptabilité mentale. Les auteurs dans [23, 24] concluent que les individus perdent environ 2 fois leur poids aussi fortement que les gains.

Cependant, les chercheurs ont trouvé que le comportement moutonnier est une forme d'aversion au regret et d'aversion au risque. Les investisseurs mimétiques sont en mesure de se cacher dans le troupeau et de partager le blâme quand leurs décisions d'investissement apparaissent comme non rentables [25].

Hypothèse 3: L'aversion pour les pertes a un impact positif sur le comportement des investisseurs individuels.

L'influence sociale et les interactions avec d'autres personnes amèneront les investisseurs à se comporter de façon irrationnelle. Les investisseurs peuvent commettre des erreurs communes de manière collective, en raison d'influences sociales et de la force de l'actualité des médias. En outre, Internet a façonné le mode d'investissement des investisseurs.

Un certain nombre d'études ont été menées pour comprendre le comportement des investisseurs individuels et la nature de leurs portefeuilles de placements, mais l'application de modèles comportementaux pour étudier le comporte-

ment d'investissement n'a pas été sérieusement tentée. L'attitude sociale, les traits de personnalité et d'autres concepts liés aux facteurs comportementaux sont importants pour prédire et expliquer le comportement humain. Ces concepts ont été mis en exergue par les premiers chercheurs [26].

Parmi tous les cadres théoriques qui expliquent les processus décisionnels des investisseurs, les Théorie de l'action raisonnée (TRA) [27] et la théorie du comportement planifié (TPB) [28], [29] qui se sont avérés être les modèles comportementaux les plus populaires. On peut donc en conclure que des facteurs sociaux, à savoir les interactions sociales et les médias, influencent le comportement d'investissement (fréquence des transactions) des investisseurs individuels.

Hypothèse 4: Les médias sociaux ont un impact positif sur le comportement des investisseurs individuels marocains.

La Figure 1 représente le modèle conceptuel de notre recherche qui cherche à expliquer le comportement de l'investisseur individuel marocain par les biais psychologiques, ainsi que l'impact de l'effet médiatique sur le processus de prise de décision.

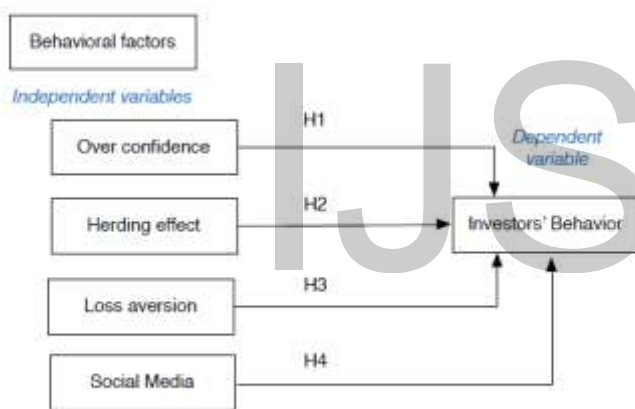


Figure 1: Theoretical framework

3 DONNEES ET METHODOLOGIE

Cette recherche est composée d'investisseurs individuels qui effectuent régulièrement des opérations sur actions à la Bourse de Casablanca, dispersés sur tout le territoire national, composé de la plupart des catégories socioprofessionnelles et appartenant à différentes catégories d'âge.

Nous cibons les investisseurs qui gèrent leur propre portefeuille, ce qui signifie que les personnes qui délèguent la gestion de leur portefeuille ne relèvent pas de notre enquête. En outre, il n'existe aucune donnée publique sur le nombre exact et les informations personnelles des individus appartenant à la population cible.

Par ailleurs, il est difficile de procéder à un échantillonnage aléatoire normalisé pour choisir le groupe d'échantillons pour l'étude. Par conséquent, le groupe échantillonné est

constitué de participants volontaires. Bien qu'il existe plusieurs méthodes de collecte de données dans le paradigme du positivisme, telles que les entretiens et les techniques d'incident critique [30], le questionnaire analytique en ligne est sélectionné comme méthode principale de collecte de données primaires pour cette recherche.

La méthode d'enquête a été choisie afin de collecter des données sur les investisseurs individuels, qui négocient à la Bourse de Casablanca, car elle semble être un outil utile pour déterminer la manière dont les erreurs individuelles affectent le comportement global.

En premier lieu, nous avons utilisé pour cette étude le logiciel Sphinx Déclic qui nous a permis de concevoir le questionnaire, de saisir les réponses, et surtout de traiter et d'analyser les données. On a choisi de travailler avec le logiciel statistique IBM SPSS pour effectuer notre analyse, une approche statistique inférentielle sera appliquée, en utilisant des méthodes statistiques pour lire et interpréter les données primaires du questionnaire et tirer des conclusions sur la population cible.

Cette approche est souvent utilisée pour tester des hypothèses concernant les relations entre deux variables ou plus à l'aide de données empiriques [30]. Plus spécifiquement, l'analyse de régression multiple serait utilisée comme méthode principale d'analyse des données dans cette étude.

4 CONCLUSION

La finance comportementale est actuellement l'un des sujets les plus en vogue dans la recherche en finance. Il intéresse non seulement les chercheurs universitaires, mais également les praticiens, en particulier les gestionnaires de fonds, qui utilisent les concepts de la finance comportementale pour élaborer leurs stratégies.

L'objectif principal de cet article est d'examiner la viabilité ou l'universalité des concepts de finance comportementale dans une économie émergente. Notre recherche ne couvre pas toutes les sources de biais et tous les modèles de comportement. Nous voulions détecter les principaux biais, même parmi les investisseurs individuels sur un marché boursier émergent comme la bourse de Casablanca. Et comme il est basé sur un seul questionnaire, nos résultats peuvent être influencés par les sentiments qui prévalent sur les marchés des valeurs mobilières marocains au cours de la période où nous menons notre enquête.

REFERENCES

- [1] E. Fama, Efficient capital markets: A review of theory and empirical work, *Journal of Finance* 25, 2, (1970) 383-417.
- [2] J. Von Neumann, O. Morgenstern, *Theory of games and economic behavior*, Book reviews, (1944).

- [3] H. Markowitz, Portfolio selection, *The Journal of Finance* 7(1) (1952) 77–91.
- [4] W. Sharpe, Capital asset prices: a theory of market equilibrium under conditions of risk, *The Journal of Finance* 19 (1964) 425–442.
- [5] F. Black, M. Jensen, M. Scholes, The capital asset pricing model: Some empirical tests, *Studies in the Theory of Capital Markets*, (1972).
- [6] D. Griffin, A. Tversky, The weighing of evidence and the determinants of confidence, *Cognitive Psychology* (1992) 411–435.
- [7] D. Hirshleifer, Investor psychology and asset pricing, *Munich Personal RePEc Archive*.
- [8] T. Mussweiler, F. Strack, Numeric judgments under uncertainty: The role of knowledge in anchoring, *Journal of Experimental Social Psychology* (36) (2000) 495–518.
- [9] D. Kahneman, A. Tversky, Judgment under uncertainty: Heuristics and biases, *Jstor* 185 (4157) (1974) 1124–1131.
- [10] W. De Bondt, R. Thaler, Does the stock market overreact?, *Journal of Finance* 40 (1985) 557–581.
- [11] D. Kahneman, A. Tversky, The framing of decisions and the psychology of choice, *Science new series* 211 (1981) 453–458.
- [12] S. Taylor, J. Brown, Illusion and well-being: a social psychological perspective on mental health, *Psychological bulletin* 103 (2) (1988) 193–210.
- [13] W. Christie, Following the pied piper: do individual returns herd around the market?, *Financial Analysts Journal*, (1995).
- [14] B. Fischhoff, P. Slovic, S. Lichtenstein, Knowing with certainty: The appropriateness of extreme confidence, *Journal of Experimental Psychology: Human Perception and Performance* (1977).
- [15] E. Langer, The illusion of control, *Journal of Personality and Social Psychology* 32 (2) (1975) 311–328.
- [16] B. Biais, D. Hilton, K. Mazurier, S. Pouget, Judgmental overconfidence, self monitoring and trading performance in an experimental financial market, *Review of Economic Studies* (72) (2005) 287–312.
- [17] M. Glaser, M. Weber, Overconfidence and trading volume, *Geneva Risk Insur Rev* (2007).
- [18] F. Werner, M. De Bondt, A portrait of the individual investor, *European Economic Review* 42 (1998) 831–844.
- [19] F. Chesnay, E. Jondeau, Does correlation between stock returns really increase during turbulent period?, *Banque de France Working Paper* 73 (2000).
- [20] E. Jondeau, Le comportement mimétique sur les marchés de capitaux, *Bulletin de la Banque de France* (95) (2001).
- [21] S. Bikhchandani, S. Sharma, Comportamiento gregario o de rebaño en los mercados financieros: una reseña,, *Boletín, Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos*, (2001) 23–42.
- [22] D. Kahneman, A. Tversky, Prospect theory: An analysis of decision under risk, *Econometrica* 47 (1979) 263–292.
- [23] D. Kahneman, A. Tversky, Cumulative prospect theory: An analysis of decision under uncertainty, *Journal of Risk and Uncertainty* (5) (1992) 297–323.
- [24] N.M. Waweru, E. Muniyoki, E. Uliana, The effects of behavioral factors in investment decision-making: a survey of institutional investors operating at the Nairobi stock exchange, *International Journal of Business and Emerging Markets* (2008) 24–41.
- [25] D. Scharfstein, J. Stein, Herd behavior and investment, *American Economic Review*, (2000).
- [26] S. Sherman, R. Fazio, Parallels between attitudes and traits as predictors of behavior, *Journal of personality* 51.
- [27] I. Ajzen, M. Fishbein, Attitude-behavior relations: A theoretical analysis and review of empirical research, *Psychological bulletin* 84 (5) (1977) 888–918.
- [28] I. Ajzen, From intentions to actions: A theory of planned behavior, *Action control* (1985).
- [29] I. Ajzen, The theory of planned behavior, *Organizational behavior and human decision* 50 (1991) 179–211.
- [30] J. Collis, R. Hussey, *Business Research-a practical guide for undergraduate and postgraduate students: Palgrave Macmillan Higher Education, Vol. s*, 2014.