

Les biais cognitifs et émotionnels chez l'investisseur marocain

Cognitive and emotional biases in the Moroccan investor

QAFAS Ahlam

Enseignant chercheur
Etablissement (ENCGK)
Université (Ibn Tofail)
Pays (Maroc)
Ahlam.qafas@uit.ac.ma

EL BIJRI Nada

Doctorant
Etablissement (ENCGK)
Université (Ibn Tofail)
Pays (Maroc)
Nada.elbijri@uit.ac.ma

Date de soumission : 06/10/2020

Date d'acceptation : 15/11/2020

Digital Object Identifier (DOI): <https://doi.org/10.5281/zenodo.4273180>

Pour citer cet article :

QAFAS A. & EL BIJRI N. (2020) « Les biais cognitifs et émotionnels chez l'investisseur marocain », Revue Française d'Economie et de Gestion « Volume 1 : Numéro 5 » pp : 119- 137.

Author(s) agree that this article remain permanently open access under the terms of the Creative Commons

Attribution License 4.0 International License



Résumé

Cet article a pour but d'examiner les biais comportementaux au sein du marché boursier marocain, en passant en revue les fondements de la finance comportementale. L'objectif de cette étude est d'étudier les biais comportementaux qui affectent la décision d'investissement dans le contexte marocain. Le choix de la population d'étude s'est porté sur les gestionnaires de portefeuille et les analystes financiers. En effet, nous avons essayé de récolter l'ensemble des biais comportementaux existants dans la littérature. Soucieux de leur validité dans le contexte marocain, nous avons mené une étude qualitative qui nous a permis de dresser une liste des biais comportementaux les plus affrontés au sein du marché boursier marocain.

Les résultats indiquent qu'il existe un nombre de biais comportementaux qui affectent la prise de décision des investisseurs dans le contexte marocain à savoir le mimétisme, l'effet de disposition, la représentativité, l'ancrage, le cadrage, l'excès de confiance, l'aversion au risque, l'aversion à la perte, et l'optimisme.

Mots clés : finance comportementale, biais cognitifs, biais émotionnels, prise de décision, le marché boursier marocain.

Abstract

This article aims to examine behavioral biases within the Moroccan stock market, reviewing the fundamentals of behavioral finance. The objective of this study is to study the behavioral biases that affect the investment decision in the Moroccan context. The choice of the study population fell on portfolio managers and financial analysts. Indeed, we tried to collect all the behavioral biases existing in the literature. Concerned about their validity in the Moroccan context, we carried out a qualitative study which allowed us to draw up a list of the most encountered behavioral biases within the Moroccan stock market.

The results of the evaluation shows that there are a number of behavioral biases that affect the decision price of investors in the Moroccan context, namely representativeness, anchoring, framing, overconfidence, risk aversion, loss aversion, and optimism...

Keywords: behavioral finance, cognitive biases, emotional biases, decision making, Moroccan stock market.

Introduction

La théorie financière a connu à travers le temps différents changements dans le fonctionnement des marchés financiers. Plusieurs chercheurs ont adopté l'efficience informationnelle des marchés financiers comme base de nombreuses études, ce qui montre l'importance de ce paradigme dans le monde académique (Bijri & Daoui 2019).

Cependant, la compréhension des marchés et du comportement des marchés s'est développée avec l'arrivée de la finance comportementale (De Bondt, et al., 2004); (Thaler, 1993). Cette dernière s'est appuyée sur les connaissances de la psychologie cognitive pour intégrer l'ensemble des éléments «irrationnels» et des comportements cognitifs dans la prise de décision financière.

La finance comportementale a réussi de modéliser le comportement des investisseurs et à expliquer les écarts bien connus du comportement du marché par rapport aux prédictions de l'hypothèse des marchés efficients (Fama, 1991).

Ce travail a pour objectif de présenter une étude qualitative qui développe notre compréhension du rôle des biais cognitifs et émotionnels dans la prise de décision financière. Il teste si les émotions jouent un rôle important dans la prise de décision des investisseurs dans le marché financier, qualifié de rationnel dans la théorie classique.

Nous exposerons les différents biais comportementaux qui ont un effet sur la prise de décision des investisseurs dans le contexte marocain en utilisant les données d'entretiens de 19 gestionnaires de portefeuille et analyste financier.

Notre objectif est de construire un pont entre la recherche expérimentale et la revue de littérature sur le rôle des émotions des investisseurs dans la décision d'investissement (Sayer, 1997).

La structure de ce document est la suivante. Premièrement, nous passons en revue la littérature pertinente sur les biais cognitifs et émotionnels qui influencent la prise de décision des investisseurs. Deuxièmement, nous utilisons des données qualitatives des entretiens pour répondre à notre question. Enfin, nous examinons et analysons l'ensemble des résultats tirés de notre étude qualitative à savoir les différents biais comportementaux liés au contexte marocain.

1. Orientation théorique

La cognition en tant que domaine d'étude de la psychologie est apparue au milieu du XX^e siècle en réaction à la dominance du comportementalisme (Miller, 2003). Une analogie qui laisse peu de place à l'émotion en tant que perturbation du fonctionnement cognitif optimal. La pensée a été comprise comme tout à fait distincte au sentiment. Dans une revue majeure de la recherche sur les relations entre les émotions et la cognition, (Phelps, 2006) conclut que la compréhension du rôle et de la signification de l'émotion est essentielle pour comprendre la cognition. Il est devenu clair que la cognition n'est pas seulement affectée par l'émotion, mais que l'émotion est au cœur de notre fonctionnement cognitif.

Selon Pompian, il existe de nombreux biais cognitifs et émotionnels qui influencent le comportement des investisseurs sur le marché financier (Pompian & Wood, 2006). Certains biais influencent fortement tandis que d'autres ont un léger rôle à jouer sur le comportement d'un investisseur. Pompian soutient que certains auteurs qualifient les biais d'heuristiques, tandis que d'autres les appellent croyances, jugements ou préférences. D'autres chercheurs les classent selon des critères cognitifs ou émotionnels.

Nous présenterons les cinq biais cognitifs (ancrage, cadrage, représentativité, effet de disposition et mimétisme) et les quatre biais émotionnels (confiance excessive, aversion au risque, aversion aux pertes, optimisme) qui -comme le stipulent Tversky et Kahneman- jouent un rôle important dans l'explication de la décision des investisseurs sur le marché financier.

1-1- La décision d'investissement

Beaucoup d'investisseurs veulent prendre leurs décisions de placement de manière purement rationnelle, car, enfin de compte, un comportement raisonnable et ciblé découle souvent d'un bon choix.

Toutefois, les décisions d'investissement sont souvent prises inconsciemment, sans faire appel à la raison. La théorie de la finance comportementale, une discipline secondaire des sciences économiques à part entière, se concentre sur la manière dont les individus agissent sur les marchés financiers. Elle peut aussi être intéressante pour les investisseurs : c'est en effet en connaissant les bases de la finance comportementale que l'on peut reconnaître son propre comportement irrationnel en vue d'une meilleure prise de décision.

Des études antérieures indiquent que les investisseurs diminuent les décisions de vente d'actifs qui subissent une perte par rapport au prix d'achat initial, une tendance appelée «effet de disposition» par Shefrin et Statman (Shefrin & Statman, 1985). Odean confirme la même conclusion que les investisseurs individuels ont tendance à vendre des propriétés que leurs

valeurs, par rapport à leur prix d'achat initial, augmentent plutôt que de vendre celles qui diminuent (Odean, 2007). Cependant, il est difficile de démontrer ce phénomène sur le terrain rationnel. Il n'est pas vraiment raisonnable de conclure que les investisseurs vendent rationnellement les titres gagnants car ils peuvent prévoir leur mauvaise performance. Par ailleurs, Odean reconnaît également que le rendement moyen des titres vendus est supérieur à celui du rendement moyen des titres détenus par les investisseurs.

La prise de décision d'investissement est influencée, en grande partie, par des facteurs comportementaux et cognitifs comme la cupidité et la peur, la dissonance cognitive, l'heuristique, la comptabilité mentale et l'ancrage. Ces facteurs comportementaux et cognitifs doivent être pris en compte en tant que facteurs de risque lors de la prise de décisions d'investissement. Waweru, Munyoki et Uliana ont interrogé les investisseurs institutionnels à la Bourse de Nairobi. Les travaux ont étudié le rôle de la finance comportementale et de la psychologie des investisseurs dans la prise de décision d'investissement. L'étude a montré que les facteurs comportementaux cognitifs et émotionnels tels que la représentativité, l'excès de confiance, l'ancrage, la disponibilité, l'aversion aux pertes, la comptabilité mentale et l'aversion au regret ont affecté les décisions des investisseurs institutionnels opérant à la Bourse de Nairobi (Waweru, et al., 2008). Maheran, Muhammed et Ismail avaient l'intention d'étudier la relation entre la prise de décision d'investissement d'un investisseur et la rationalité à investir sur le marché des capitaux malaisien. Les résultats de l'étude indiquent que la situation économique et le cadre de référence influencent le comportement décisionnel des investisseurs. L'étude a conclu que les investisseurs Malaisiens sont partiellement rationnels dans leur prise de décision (Maheran, et al, 2008). Cianci dans son étude a mené une expérience avec 78 diplômés comme de vrais investisseurs. Les résultats ont suggéré que les investisseurs ont fait des notes de pertinence plus élevées et des notes d'attractivité d'investissement plus faibles tout en recevant des informations négatives simultanées par rapport aux informations négatives séquentielles. Il a été examiné comment ils évaluent les informations positives et négatives présentées séquentiellement ou simultanément afin de déterminer si ces résultats peuvent être généralisés pour s'appliquer aux informations liées à l'investissement et si le statut d'investisseur affecte cette évaluation dans la prise de décision (Cianci, 2008).

C'est précisément ce type de comportement qui est examiné par la théorie de la finance comportementale. Elle montre aux investisseurs comment les décisions d'investissement

peuvent se produire, et comment ils risquent de les prendre de façon irrationnelle malgré leurs efforts à penser de manière logique.

Statman a montré que la finance comportementale substitue les personnes «*normales*» aux personnes qui sont présupposées rationnels dans la finance standard. Le problème n'est pas que les gens normaux sont irrationnels, mais qu'ils ne sont pas complètement rationnels, puisqu'ils peuvent être influencés par des erreurs cognitives telles que la sur-confiance (Statman, 2014).

Thaler a distingué entre deux genres d'investisseurs: l'investisseur rationnel parfait et le quasi-rationnel. L'investisseur quasi-rationnel est prédisposé aux erreurs lorsqu'il essaie de prendre les bonnes décisions d'investissement (Thaler, 1999). C'est ce genre d'investisseur que nous considérons dans la finance comportementale.

Nous constatons alors, que les comportements biaisés affectent la prise de décision rationnelle des investisseurs.

1-2- Les biais cognitifs et la prise de décision des investisseurs

Le biais d'ancrage est la tendance à s'appuyer trop fortement sur une référence passée ou une information pour prendre une décision. L'ancrage fait référence à la tendance d'un individu à fonder ses estimations et ses décisions sur des positions familières, appelées «ancres», avec un ajustement par rapport au point de départ, appelés points de référence. Cette fixation est appelée ancrage (Mangot, 2008). Un point de référence est le prix du titre que les investisseurs comparent au prix actuel. Le choix d'un point de référence est important car il détermine le sentiment de plaisir chez l'investisseur lorsqu'il obtient un profit ou la douleur lorsqu'il subit une perte (Benartzi & Thaler, 1995).

Pompian a mené une étude sur la finance comportementale et la gestion du patrimoine aux États-Unis. Il a montré que les investisseurs présentant un biais d'ancrage peuvent être influencés par le passé.

L'ancrage se définit alors comme la capacité des investisseurs à lier leurs pensées à un point d'ancrage non pertinent tout en prenant une décision d'investissement (Pompian & Wood, 2006).

Kahneman a défini la théorie des perspectives. Il l'a présenté comme étant une analyse de la prise de décision sous risque (Kahneman, 2003). Les résultats de son étude ont montré que le cadrage se produit sur la base de décisions intuitives plutôt que par un raisonnement systématique. Il a distingué alors entre le mode de pensée et le mode de décision. La pensée

se base principalement sur un traitement systématique des informations et un raisonnement laborieux. Ce mode de pensée est analytique, contrôlé par le décideur, relativement lent et moins affecté par le contexte. Les personnes qui utilisent ce mode de pensée sont moins susceptibles de prendre les décisions de manière étroite. L'effet de cadrage se produit en raison d'un compromis entre l'effort cognitif requis pour calculer les valeurs attendues d'une alternative et la valeur affective de l'alternative.

Rahul Subash a défini la représentativité comme une évaluation du degré de correspondance entre un échantillon et une population r ou plus généralement, entre un résultat et un modèle. La représentativité concerne la détermination des probabilités conditionnelles. On dit que la représentativité est généralement employée par les investisseurs lorsqu'ils portent des jugements dans l'incertitude (Subash, 2012).

Shefrin, Statman et Henderson conçoivent ce terme abrégé, effet de disposition, pour conceptualiser l'idée que les investisseurs ont tendance à vendre les titres gagnants trop tôt et à retenir les titres perdants trop longtemps (Shefrin & Statman, 1985); (Henderson, 2012). Les mêmes chercheurs prévoient dans leur modèle que l'effet de disposition devrait être plus faible à la fin de l'année parce que les investisseurs peuvent se contrôler. Rationnellement, l'investisseur reconnaît que la réalisation des pertes peut être avantageuse à des fins fiscales. Irrationnellement, il dispose des considérations fiscales car il est animé par les pensées positives associées à la réalisation des gains. Les investisseurs trouvent plus facile de se défaire de propriétés déficitaires à l'approche de la date limite de fin d'année fiscale.

Shiller a soutenu que les êtres humains ont un désir inhérent d'appartenir à un groupe (Shiller, 2002). Cela signifie que les gens veulent toujours être vus avec les autres ; C'est l'idée du comportement du troupeau. Se déplacer avec un groupe amplifie les biais psychologiques. Les investisseurs passent souvent très peu de temps à analyser des actions individuelles sur le marché, mais se concentrent sur l'achat des actions qui sont actuellement au centre d'attention des autres acteurs du marché. Le groupe peut être irrationnel lorsque les investisseurs des marchés boursiers vendent leurs actions pour éviter les pertes en cas de baisse importante du marché boursier, car d'autres investisseurs le font donc ils ignorent toute analyse rationnelle et réagissent dans la panique conduisant à des distorsions du marché.

Selon Odean et al, le comportement moutonnier est adopté par des personnes qui pensent ne pas disposer d'informations adéquates et pensent que la connaissance des autres investisseurs peut les aider à prendre des décisions d'investissement beaucoup plus rapidement et facilement. Les investisseurs imitent les actions des autres en croyant que les autres ont de

meilleures informations qu'eux (Odean, 2007). Shefrin et Statman soutiennent que l'effet moutonnier peut entraîner un effet de disposition lorsque les investisseurs de détail vendent des actions dont la valeur s'est appréciée alors qu'ils ont tendance à conserver des actions qui ont perdu de la valeur en raison de l'aversion aux pertes (Shefrin & Statman, 1985).

1-3- Les biais émotionnels et la prise de décision des investisseurs

Les différentes études réalisées sur la confiance excessive ont montré que ce biais crée une sous estimation du risque et une surestimation des connaissances ainsi qu'une sur-réaction aux événements. En bref, les gens pensent qu'ils sont plus intelligents et ont de meilleures informations qu'ils ne le font réellement (Pompian & Wood 2006).

Selon Shefrin, l'excès de confiance concerne la façon dont les investisseurs comprennent bien leurs propres capacités et limites de leurs connaissances sur le marché immobilier (Shefrin, 2000). La confiance excessive permet aux investisseurs de penser qu'ils sont meilleurs qu'ils ne le sont réellement grâce à leurs capacités et leurs connaissances. Cela ne signifie guère que ces investisseurs sont incompetents, mais il signifie plutôt qu'ils ont une vision meilleure.

Un optimisme excessif est un biais responsable de la croyance des individus selon laquelle il est peu probable que des événements négatifs leurs arrivent par rapport aux autres (Puri & Robinson, 2007). Ce biais résulte de l'auto-attribution et l'illusion de contrôle. Les individus pensent parfois qu'ils peuvent gérer les résultats des situations non contrôlées. Dans un état où un investisseur attache de bons résultats à sa capacité et de mauvais résultats au malheur, c'est ce qu'on appelle l'auto-attribution.

Depuis les années 1960, le thème de la perception du risque a été employé pour expliquer les comportements des investisseurs. En effet, dans le cadre du comportement des investisseurs, la perception du risque est le risque qu'un investisseur pense exister dans le négoce d'actions, qu'il existe ou non un risque réel. Le concept de perception du risque a une base solide dans le domaine du comportement des investisseurs qui est plutôt analogue à la discipline de la finance comportementale. La perception est le processus par lequel un individu est à la recherche d'une clarification prééminente des informations sensorielles afin que l'investisseur puisse porter un jugement final en fonction de son niveau d'expertise et de son expérience passée. La perception du risque est le processus de prise de décision subjectif que les individus emploient pour évaluer le risque et le degré d'incertitude. La notion de perception du risque est mieux utilisée avec une approche interdisciplinaire et multidimensionnelle par nature pour une décision, une situation, une activité ou un événement donné, comme souligné

par Ricciardi (Ricciardi 2004). Lorsqu'un individu porte un jugement sur un instrument financier, le processus intègre la collecte de mesures de risques financiers et d'indicateurs de risques comportementaux.

Selon Barberis et Huang, l'aversion aux pertes fait référence aux conséquences mentales que les gens peuvent avoir à partir d'une perte ou d'un gain (Barberis & Huang, 2001). L'aversion aux pertes est un biais qui ne peut pas être toléré dans la prise de décisions financières. Les investisseurs devraient prendre le risque d'augmenter les gains et non d'atténuer les pertes (Pompian & Wood, 2006).

2- Etude empirique

Ce travail a pour objectif de présenter l'ensemble des résultats tirés de notre étude qualitative afin de fournir une analyse approfondie des données comportementales primaires collectées à travers les entretiens semi directifs. Nous présenterons tout d'abord une analyse détaillée en évaluant les principaux résultats de la collecte des données. À la suite de ce processus, le chercheur vise à tirer des conclusions bien fondées et des recommandations tout en ajoutant un contenu valide et pertinent au domaine de la finance comportementale et spécifiquement liées aux biais cognitifs et émotionnels dans le cadre de la prise de décision d'investissement.

- Question de recherche

Comme indiqué précédemment, l'analyse des données et la discussion présentées suit la principale question de recherche « *Quels sont les biais cognitifs et émotionnels qui affectent la rationalité de décision d'investissement dans le cas marocain ?* ».

2-1- L'échantillon

Les participants ont été échantillonnés dans la bourse de Casablanca et dans les salles de marché de quatre grandes banques d'investissement ayant des bureaux dans la ville de Casablanca. L'âge moyen des participants était de 35,81 ans. L'expérience des traders varie en fonction de l'ancienneté globale dans une fourchette de six mois à 30 ans, et une ancienneté moyenne de 7,80 ans. L'échantillon comprenait 17 hommes (89,47%) et deux femmes (10,52%). Les participants étaient des négociants en actions, obligations et dérivés, la plupart engagés dans la tenue de marché ou le trading pour son propre compte ou les deux. Nous avons recueilli des informations sur les caractéristiques et la performance de chaque investisseur et mené des entretiens semi-directifs avec chacun d'eux.

2-2- Les données qualitatives

Les entretiens ont duré entre 30 et 90 minutes. Ils ont été enregistrés et transcrits intégralement. Les entretiens se sont étendus sur les multiples rôles des investisseurs. L'ensemble des données de cette étude se composaient des parties des entretiens pertinentes au rôle des sentiments dans le travail et la prise de décision des investisseurs. On a demandé aux répondants de décrire la gamme des émotions qu'ils ont vécues lors de la négociation. Les questions de suivi les ont encouragés à explorer le long et le court terme, les effets des émotions sur leur prise de décision et leur stratégie de trading. Cela a souvent donné lieu à des discussions sur les sentiments des investisseurs et la manière dont ils étaient gérés.

2-3- L'analyse des résultats

Les données brutes étaient les transcriptions complètes de tous les entretiens. Nous avons utilisé une approche d'analyse thématique, que nous avons jugée particulièrement bien adaptée à la présente étude. Comme le notent Braun et Clarke, l'analyse thématique ne repose pas sur une position épistémique unique, mais peut couvrir à la fois des approches réalistes et constructivistes. Elle présente à la fois une réalité biologique mesurable et existe dans le domaine de l'expérience personnelle socialement construite dans laquelle les émotions ont une signification personnelle et sociale.

Les données ont été codées en ouvert par chaque auteur séparément puis en discussion, en utilisant le programme NVIVO. Les catégories de codage sont donc à la fois issues des entretiens et s'inspirant des construits identifiés dans la littérature pertinentes pour les thèmes émergents. Ainsi, le codage était à la fois théorique et inductif. En analysant les données et en tirant des conclusions provisoires, nous avons explicitement cherché des preuves non confirmées pour tester la robustesse de nos idées.

2-4- Apports de l'étude exploratoire

Nous avons essayé d'expliquer clairement la nécessité de réaliser une étude exploratoire. La méconnaissance des comportements des investisseurs et le manque de recherches académiques nous ont poussées à réaliser ce travail en se basant sur une méthodologie compréhensive qui va nous permettre de suivre un cheminement de recherche bien précis pour arriver à une étude quantitative.

Nous avons élaboré une étude qualitative en utilisant la forme des entretiens semi-directifs avec des questionnaires de portefeuille et des analystes financiers marocains. L'objectif était de

générer une liste des comportements utilisés par les investisseurs interrogés dans leurs prises de décisions d'investissement afin de pouvoir compléter et confirmer notre design de recherche (cadre conceptuel).

Notre étude exploratoire avait pour rôle de déterminer les différents biais comportementaux qui affectent la décision des investisseurs dans le marché financier marocain.

2-4-1- La rationalité de décision d'investissement

La rationalité de décision comprend les processus et les étapes d'analyse de diverses options. Les décisions des investisseurs sont basées sur des modèles complexes liés à la finance traditionnelle (rationalité de la prise de décision). Mais en fait, les décisions peuvent ne pas être basées uniquement sur des modèles financiers complexes, car ces modèles ignorent principalement les facteurs situationnels auxquels sont confrontés les investisseurs. Les facteurs situationnels comprennent tous les problèmes auxquels sont confrontés les investisseurs et les décideurs et le contexte dans son ensemble qui comprend également l'environnement dans lequel l'investisseur doit prendre une décision.

Ainsi, pour avoir des décisions appropriées, la psychologie cognitive et émotionnelle doit également être prise en considération (Kengatharan & Kengatharan, 2014). Les décisions d'investissement sont très importantes pour les investisseurs car il existe un engagement de ressources et de fonds pour obtenir des avantages futurs (Bodie, et al., 2008). Les investisseurs éprouvent des difficultés à prendre des décisions selon plusieurs raisons, comme l'existence des facteurs comportementaux et leur impact sur la rationalité de décision des investisseurs individuels et la performance des investissements.

En fait, les informations changent de temps en temps et perdent leur valeur à mesure que le temps passe, de sorte que la prise de décision sur les marchés devient plus compliquée et moins rationnelle (Formlet, 2001).

Huberman déclare que dans la prise de décision, les investisseurs montrent généralement leur préférence pour la détention des actions des sociétés qui sont localisées plutôt que d'investir dans les actions d'autres sociétés (Huberman, 2001). Cependant, Grinblatt et Keloharju montrent que les agents sont plus exposés au risque de détenir des stocks d'entreprises proches de l'investisseur (Grinblatt & Keloharju, 2001). Hong, Kubik et Stein indiquent que l'interaction sociale affecte la participation au marché boursier, de sorte que les investisseurs ayant plus d'interaction sociale préfèrent généralement investir leurs fonds en bourse (Hong, et al., 2004). Cohen déclare que certains participants comptent sur le gain par action pour leur investissement, mais ils excluent les facteurs importants comme les revenus et les flux de

trésorerie de l'entreprise. Chaque fois que les investisseurs ont plusieurs informations, ils se concentrent uniquement sur les informations qui leur semblent importantes. Les individus laissent la plupart des informations non traitées et ne parviennent pas à les ajuster avec précision (Hirshleifer, 2015).

Bien qu'il existe divers facteurs qui affectent la prise de décision des investisseurs, une revue de la littérature antérieure montre que les décisions des investisseurs rationnels sont largement affectées par les facteurs comportementaux car ceux-ci influencent la perception de l'investisseur concernant le risque, qui affecte finalement les décisions des investisseurs et nous amène à ne plus parler de décisions rationnelles mais de décision quasi-rationnelles.

Une décision d'investissement fait référence au choix de reporter la consommation à une date future en supposant que la date future permettra à l'individu de consommer à une plus grande capacité. Face à un tel choix, un individu préfère souvent l'option qui lui semble la plus utile (Eschbach, et al., 2015). Les décisions d'investissement se réfèrent également à l'attente de rendements à une date future de l'argent engagé dans un cours récent qui peut être fait par l'agent lui-même ou un professionnel sous contrat (Bodie, et al., 2008). Les retombées dépendent toutefois du niveau de financement, de la nature de l'entreprise et de l'expérience de la personne qui gère l'entreprise (Griffiths, 2000).

La procédure de décision comprend l'étude de quelques aspects et le suivi de différentes procédures. Il s'agit de la procédure de décision sur une option spécifique. Il suit après une évaluation juste de tous les choix (Subramani & Venkatraman 2003). Il est indiqué que les décisions d'investissement sont prises à partir de grands modèles de financement. Les modèles sont composés du risque d'investissement et des rendements.

Selon les investisseurs interrogés, Il existe différentes décisions d'investissement au sein du marché boursier marocain. L'achat et la vente, le choix de l'action ainsi que la durée de détention. La vente et l'achat sont ciblées car elles ont un lien avec les autres décisions et ont un impact élevé sur les décisions d'investissement rationnelles.

2-4-2- Biais cognitifs

Selon la littérature, nous avons démontré que le comportement des investisseurs a un rôle dans la décision d'investissement. Un biais cognitif est une erreur systématique de pensée qui affecte les décisions et les jugements des gens. Certains de ces biais sont liés à la mémoire. La façon dont vous vous souvenez d'un événement peut être biaisée pour un certain nombre de raisons et cela peut à son tour conduire à une pensée et à une décision biaisée et non

rationnelle. Les différents biais cognitifs qu'on a décidé de tester à travers la revue de la littérature et l'étude qualitative se présentent comme suit :

L'ancrage est un problème psychologique qui influence la façon dont les gens ont l'intuition des probabilités. Les investisseurs exposant ce biais sont souvent influencés par des «points» d'achat et ont tendance à s'accrocher à des chiffres face à des questions telles que "Dois-je acheter ou vendre ce titre?" ou "Le marché est-il surévalué ou sous-évalué en ce moment? " Cela est particulièrement vrai lorsque l'introduction de nouvelles informations concernant la sécurité complique encore la situation. Les investisseurs rationnels traitent ces nouvelles informations objectivement et ne reflètent pas les prix d'achat ou les prix cibles pour décider comment agir. L'ancrage implique cependant que les investisseurs perçoivent de nouvelles informations à travers une lentille déformée. Ils mettent indûment l'accent sur les points d'ancrage déterminés. La prise de décision s'écarte donc des normes «rationnelles» prescrites de façon néoclassique. Les investisseurs interrogés confirment cette vision dans l'ensemble des entretiens analysés ce qui nous pousse à dire que :

L'ancrage a une influence significative négative sur la rationalité de la décision d'investissement.

Le biais de cadrage note la tendance des décideurs à réagir différemment à différentes situations en fonction du contexte dont un choix est présenté (encadré). Dans la vraie vie, les gens en bénéficient généralement d'une certaine flexibilité dans la détermination de la façon de résoudre les problèmes. Le biais de cadrage se produit lorsque les gens prennent une décision en fonction de la façon dont l'information est présentée, par opposition aux seuls faits eux-mêmes. Les mêmes faits présentés de deux manières différentes peuvent conduire à des jugements ou à des décisions différentes.

Dans la finance comportementale, les investisseurs peuvent réagir différemment à une opportunité particulière, selon la manière dont elle leur était présentée. Le libellé, ou la façon dont un investissement est «encadré», peut nous amener, en tant qu'investisseurs, à modifier nos conclusions sans savoir si l'investissement est bon ou mauvais. Ce qui est fascinant, c'est que lorsque les investisseurs ne sont pas sûrs de tous les faits, ou dans une situation où il existe de nombreux facteurs inconnus, il y a, en fait, une forte probabilité de prise de décision réflexive ce qui s'éloigne de toute rationalité possible. La probabilité d'être influencé par le biais de cadrage est donc également augmentée.

C'est l'idée générale que nous avons pu tirer de l'ensemble des investisseurs interrogés. De ce fait :

Le cadrage a une influence significative négative sur la rationalité de décision d'investissement.

La représentativité est présentée comme l'une des heuristiques classiques par Kahneman et Tversky (Tversky, 1984). Gilovich et al définissent la représentativité comme *«une évaluation du degré de correspondance entre un échantillon et une population, un instance et une catégorie, un acte et un acteur ou, plus généralement, entre un résultat et un modèle»*. Il s'agit de déterminer les probabilités conditionnelles. Donc, la représentativité conduit les investisseurs à un investissement bon ou mauvais sur la base de sa récente performance. Par conséquent, ils achètent des actions après que les prix ont augmenté en attendant que ces augmentations se poursuivent et ignorent les stocks lorsque leurs prix sont inférieurs à leur valeur intrinsèque. La liaison d'une décision à un contexte bien précis en ignorant de nouvelles informations éloigne l'investisseur de toute rationalité dans sa prise de décision. Notre étude qualitative nous pousse à supposer que :

La représentativité a une influence significative négative sur la rationalité de décision d'investissement.

L'effet de disposition se réfère à la tendance de vendre des actions qui ont également apprécié le prix des achats («gagnants») et conserver trop longtemps les stocks («perdants»). Selon Shefrin et Statman, l'effet de disposition indique que les particuliers ont tendance à vendre les investissements gagnants trop rapidement et à garder les investissements perdants trop longtemps (Shefrin & Statman, 1985). L'effet de disposition est conforme à la théorie de Kahneman et Tversky (Tversky & Kahneman, 1979). Il défie la théorie de l'utilité attendue de Von Neumann et Morgenstern. Par conséquent, cela suggère que les gens prennent leurs décisions en fonction des gains ou des pertes de cette valeur sans pour autant respecter les normes de rationalité d'investissement. Ainsi, ils ont une aversion au risque lorsqu'ils gagnent et risquent de chercher quand ils perdent. De ce fait nous avons constaté que :

L'effet de disposition a une influence significative négative sur la rationalité de décision d'investissement.

Le mimétisme sur les marchés financiers peut être défini comme une imitation conduisant à une convergence d'action (Hirshleifer & Hong Teoh, 2003). Le comportement du troupeau est la tendance des individus à imiter les actions d'un grand groupe indépendamment de la décision individuelle ce qui est totalement contradictoire aux principes de rationalité.

L'une des raisons à imiter est que les gens sont sociables et ont généralement besoin d'être accepté dans un groupe. Les investisseurs pensent qu'un grand groupe ne pourra jamais se

tromper. Cela pourrait leur faire suivre le troupeau sous l'illusion que le troupeau peut savoir quelque chose qu'il ne sait pas. A travers cette analyse et l'ensemble des idées tirées :

Le mimétisme a une influence significative négative sur la rationalité de décision d'investissement.

2-4-3- Biais émotionnels

Les préjugés émotionnels se produisent généralement spontanément en fonction des sentiments personnels d'un individu au moment où une décision est prise. Ils peuvent également être profondément enracinés dans des expériences personnelles qui influencent également la prise de décision. Les biais émotionnels sont généralement ancrés dans la psychologie des investisseurs et peuvent généralement être plus difficiles à surmonter que les biais cognitifs. Les biais émotionnels ne sont pas toujours des erreurs. Dans certains cas, la partie émotionnelle d'un investisseur peut l'aider à prendre une décision plus protectrice et appropriée pour lui-même. D'après nos recherches et la partie qualitative, nous avons choisis les biais émotionnels suivants :

L'optimisme est un effet qui se base sur la tendance à ne voir que le bon côté des choses, ce qui mène vers des décisions non-rationnelles. Benartzi, Kahneman et Thaler ont traité l'optimisme et ont parlé de son existence chez la majorité des investisseurs lors de la prise de décision d'investissement (Benartzi & Thaler, 1995). Notre étude qualitative aussi nous a permis de confirmer l'existence de cet effet chez les investisseurs marocains car tous les investisseurs ont évoqué l'optimisme lors de leur analyse:

L'effet optimisme a une influence significative négative sur la rationalité de décision d'investissement.

L'aversion aux pertes est une tendance de la finance comportementale où les investisseurs ont tellement peur des pertes qu'ils se concentrent davantage sur les efforts pour éviter une perte que sur les gains. Plus on subit des pertes, plus elles sont susceptibles de devenir sujettes à l'aversion aux pertes. La recherche sur l'aversion aux pertes montre que les investisseurs ressentent la douleur d'une perte deux fois plus fortement qu'ils ressentent le plaisir de réaliser un profit. De ce fait :

L'aversion aux pertes a une influence significative négative sur la rationalité de décision d'investissement.

L'aversion au risque est un concept important pour les investisseurs. Ceux qui sont extrêmement peu enclins à prendre des risques préfèrent les investissements qui offrent un

rendement garanti ou «*sans risque*». Ils préfèrent cela même si le rendement est relativement faible par rapport aux rendements potentiels qui comportent un degré de risque plus élevé.

Les investisseurs ayant une tolérance au risque plus élevée - ou des niveaux d'aversion au risque plus faibles - sont prêts à accepter des niveaux de risque plus élevés en échange de la possibilité d'obtenir un retour sur investissement plus élevé. De ce qui précède, nous pouvons émettre la proposition suivante:

L'aversion au risque a une influence significative négative sur la rationalité de décision d'investissement.

La confiance excessive est définie comme «*la tendance des investisseurs à surestimer la précision de leurs connaissances sur la valeur de la sécurité*» (Odean, 1998). Les investisseurs qui ont ce biais sont trop confiants de leurs capacités, leurs connaissances, et les attentes futures qui leur font investir excessivement à un niveau inférieur d'utilité escomptée. Glaser et Weber ont divisé une confiance excessive en un mauvais étalonnage, l'effet supérieur à la moyenne (*les investisseurs s'attendent à avoir des compétences supérieures à la compétence moyenne*) et l'illusion de contrôle «*la tendance des gens à penser qu'ils peuvent affecter les résultats mais en réalité ils ne peuvent pas influencer les résultats de leurs décisions*» (Glaser & Weber, 2007). Barbier et Odean constatent que les investisseurs qui ont une confiance élevée dans leurs compétences commerciales ont souvent un volume de négociation élevé, ce qui provoque un effet négatif sur leurs rendements (Odean, 1998). La confiance excessive est également soutenue par des «*biais d'auto-attribution*». Cela signifie que les investisseurs attribuent les résultats positifs à leurs capacités et compétences, tout en attribuant les conséquences négatives à la chance.

Les arguments qui précèdent nous poussent à constater que :

L'excès de confiance a une influence significative négative sur la rationalité de décision d'investissement.

Discussion et conclusions

Après avoir tiré les différents biais cognitifs et émotionnels qui influencent la prise de décision des investisseurs, une question plus productive se pose dans ce contexte est de savoir s'il existe des stratégies plus ou moins efficaces pour gérer ces biais dans la prise de décision financière. Cela représente une étape principale afin d'aller au-delà des travaux précédents qui caractérisent simplement l'excitation émotionnelle comme nuisibles à la performance (par exemple, (Lo, et al., 2005); (Schunk & Betsch, 2006). L'étude contribue à notre

compréhension du rôle des émotions dans le travail et la prise de décision de plusieurs manières distinctes.

Cependant, il ressort clairement de cette étude que même dans un domaine aussi intensif en analyse que l'émotion du trading financier joue un rôle central.

Notre recherche suggère, tout d'abord, qu'une régulation efficace des émotions peut être une facette importante de la performance des experts et, deuxièmement, qu'une plus grande attention devrait être accordée aux interactions entre l'émotion, la régulation des émotions. Nous suggérons aussi que les gestionnaires peuvent être en mesure d'aider les traders à comprendre le rôle productif que l'intuition, basée sur l'expérience et engagée de manière critique, peut jouer dans la prise de décision

Nous avons entendu des inquiétudes répétées de cadres supérieurs qui s'inquiétaient des traders qui n'avaient pas vu de marché baissier et ne fonctionnerait pas bien lorsque cela se produisait. Nous avons également entendu de nombreuses histoires des personnes qui ont besoin de temps pour recontextualiser l'expertise avant que leurs intuitions puissent être considérées comme fiables. Ainsi les gestionnaires ont un rôle à jouer pour aider les commerçants à repousser les limites de leur expertise.

Compte tenu des événements récents sur les marchés financiers, les résultats peuvent être pertinents pour comprendre comment les traders réagissent dans des conditions de trading massivement modifiées et en présence de l'ensemble des biais cognitifs et émotionnels déceler à travers l'étude.

Cette recherche présente des limites importantes. Premièrement, Il y a des limites à la capacité d'introspection humaine. Cette dernière variera également selon les individus. Pour cette raison, des études comme la nôtre doivent être complétées par des recherches plus physiologiques ainsi que par d'autres études quantitatives.

Deuxièmement, comme dans tous les contextes de travail, les investisseurs souscrivent à des normes de comportement socialement sanctionné et à des récits sur la nature de leur travail. Un fil narratif commun sur les comptes rendus de leur travail au cours des entretiens. Cependant, le masque glisse souvent pendant qu'ils discutent de leur travail. En conséquence c'est possible que, lors de nos entretiens et lors de l'analyse des données, nous ayons parfois été incapables de faire la distinction entre quelques biais. Ce serait une autre voie pour de futures recherches.

Pour conclure, nous savons que Les investisseurs affichent de nombreux biais comportementaux qui influencent leurs processus de décision d'investissement. Les

mouvements extrêmes des indices mondiaux et des cours des actions ont rendu la vie difficile à un investisseur rationnel en raison de la peur, et de l'anticipation. Il a été observé que les sentiments du marché changeaient énormément du positif au négatif et inversement dans des délais courts. Dans ce contexte, la compréhension du comportement irrationnel des investisseurs mérite plus d'importance que jamais.

BIBLIOGRAPHIE

- Barberis, Nicholas, et Ming Huang. 2001. « Mental accounting, loss aversion, and individual stock returns », *the Journal of Finance* 56 (4): 1247–1292.
- Benartzi, Shlomo, et Richard H. Thaler. 1995. « Myopic loss aversion and the equity premium puzzle », *The quarterly journal of Economics* 110 (1): 73–92.
- Bijri, Nada EL, et Driss Daoui. 2019. « Can we talk about low informational efficiency in the Casablanca Stock Exchange? “Literature review” », *Revue du contrôle, de la comptabilité et de l'audit* 3 (1). <https://revuecca.com/index.php/home/article/view/87>.
- Bodie, Zvi, Alex Kane, et Alan J. Marcus. 2008. *Investments, ed.. 7*. Singapore: McGraw-Hill.
- Cianci, Anna M. 2008. « The impact of investor status on investors' evaluation of negative and positive, separate and combined information », *The journal of Behavioral finance* 9 (3): 117–131.
- Eschbach, Markus, Ewa Młyńczak, Jens Kellner, Jörn Kampmeier, Martin Lanius, Elmar Neumann, Christian Weyrich, Mathias Gehlmann, Pika Gospodarič, et Sven Döring. 2015. « Realization of a vertical topological p–n junction in epitaxial Sb₂Te₃/Bi₂Te₃ heterostructures », *Nature communications* 6 (1): 1–7.
- Formlet, H. 2001. « Behavioral finance theory and practical application: Systematic analysis of departures from the homo economics paradigm is essential for realistic financial research and analysis », *Business Economics* 36 (3): 63–69.
- Glaser, Markus, et Martin Weber. 2007. « Overconfidence and trading volume », *The Geneva Risk and Insurance Review* 32 (1): 1–36.
- Griffiths, Mark. 2000. « Internet addiction-time to be taken seriously? », *Addiction research* 8 (5): 413–418.
- Grinblatt, Mark, et Matti Keloharju. 2001. « What makes investors trade? », *The Journal of Finance* 56 (2): 589–616.
- Henderson, Vicky. 2012. « Prospect theory, liquidation, and the disposition effect », *Management Science* 58 (2): 445–460.
- Hirshleifer, David. 2015. « Behavioral finance », *Annual Review of Financial Economics* 7: 133–159.
- Hirshleifer, David, et Siew Hong Teoh. 2003. « Herd behaviour and cascading in capital markets: A review and synthesis », *European Financial Management* 9 (1): 25–66.
- Hong, Harrison, Jeffrey D. Kubik, et Jeremy C. Stein. 2004. « Social interaction and stock-market participation », *The journal of finance* 59 (1): 137–163.
- Huberman, Gur. 2001. « Familiarity breeds investment », *The Review of Financial Studies* 14 (3): 659–680.
- Kahneman, Daniel. 2003. « A perspective on judgment and choice: mapping bounded rationality. », *American psychologist* 58 (9): 697.
- Kengatharan, Lingesiya, et Navaneethakrishnan Kengatharan. 2014. « The influence of behavioral factors in making investment decisions and performance: Study on

- investors of Colombo Stock Exchange, Sri Lanka ». *Asian Journal of Finance & Accounting* 6 (1): 1.
- Maheran, Nik, Nik Muhammad, et Nurazleena Ismail. 2008. « Investment Decision Behaviour: Does Investors Rational or Irrational ». *Faculty of Business Management, Mara University of Technology, Malaysia*.
- Mangot, Mickaël. 2008. *Psychologie de l'investisseur et des marchés financiers*-2ème édition. Dunod.
- Odean, Terrance. 1998. « Are investors reluctant to realize their losses? » *The Journal of finance* 53 (5): 1775–1798.
- . 2007. « Effect of behavioral biases on market efficiency and investors' welfare ». In *CFA Institute Conference Proceedings Quarterly*, 24:6–18.
- Pompian, Michael M., et Arnold S. Wood. 2006. *Behavioral Finance and Wealth Management: How to Build Optimal Portfolios for Private Clients*. Wiley Finance.
- Puri, Manju, et David T. Robinson. 2007. « Optimism and economic choice ». *Journal of financial economics* 86 (1): 71–99.
- Ricciardi, Victor. 2004. « A risk perception primer: A narrative research review of the risk perception literature in behavioral accounting and behavioral finance ». Available at SSRN 566802.
- Shefrin, Hersh. 2000. « Beyond fear and greed ». *HBS, Boston*.
- Shefrin, Hersh, et Meir Statman. 1985. « The disposition to sell winners too early and ride losers too long: Theory and evidence ». *The Journal of finance* 40 (3): 777–790.
- Shiller, Robert J. 2002. « Bubbles, human judgment, and expert opinion ». *Financial Analysts Journal* 58 (3): 18–26.
- Statman, Meir. 2014. « Behavioral finance: Finance with normal people ». *Borsa Istanbul Review* 14 (2): 65–73.
- Subash, Rahul. 2012. « Role of behavioral finance in portfolio investment decisions: Evidence from India ».
- Subramani, Mani R., et Natarajan Venkatraman. 2003. « Safeguarding investments in asymmetric interorganizational relationships: Theory and evidence ». *Academy of Management Journal* 46 (1): 46–62.
- Thaler, Richard H. 1999. « Mental accounting matters ». *Journal of Behavioral decision making* 12 (3): 183–206.
- Tversky, Amos. 1984. « Kahneman (1974). Judgment under uncertainty, Heuristics and biases ». *Science* 185 (1): 124–1131.
- Tversky, Amos, et Daniel Kahneman. 1979. « Prospect theory: An analysis of decision under risk ». *Econometrica* 47 (2): 263–291.
- Waweru, Nelson Maina, Evelyne Munyoki, et Enrico Uliana. 2008. « The effects of behavioural factors in investment decision-making: a survey of institutional investors operating at the Nairobi Stock Exchange ». *International Journal of Business and Emerging Markets* 1 (1): 24–41.